

WARREN E. BUFFETT, 1995

Le 25 août 1995, monsieur Warren Buffett, chef de la direction de la société Berkshire Hathaway, annonça que sa firme se porterait acquéreur des 49,6 % des actions de GEICO Corporation qu'elle ne possédait pas encore. Cette transaction de 2,3 milliards de dollars offrait aux actionnaires de GEICO 70,00 \$ par action, comparativement au cours de 55,75 \$ en vigueur avant que l'acquisition fût annoncée. La prime d'émission de 26 % que Berkshire Hathaway était prête à payer surprit les observateurs, surtout que Buffett n'avait pas l'intention d'apporter des changements à GEICO et qu'aucune synergie ne semblait exister entre les deux firmes. À la suite de cette nouvelle, le cours de clôture des actions de Berkshire Hathaway grimpa de 2,4 %, marquant un gain de 718 millions de dollars sur le marché.¹ Cette journée, l'indice S&P500 enregistra une hausse de 0,5 %.

L'acquisition de GEICO raviva l'intérêt public à l'égard de Warren Buffett. Sur plusieurs plans, il constituait une anomalie. Une des personnes les plus riches au monde (on estimait sa fortune à environ 7 milliards de dollars), il était également respecté et même bien aimé. Bien que ses investissements figurent parmi les plus lucratifs de l'histoire (de 1965 à 1994, la valeur de ses avoirs augmenta à un taux composé de 28 % par année)², son salaire de directeur général chez Berkshire Hathaway n'était que de 100 000 \$ par année. Buffett et d'autres directeurs détenaient 47,9 % des parts de la société, cependant Buffett agissait dans l'intérêt de tous les actionnaires.

Traduit (2002) à HEC Montréal, avec l'autorisation de la Darden Foundation. Le traducteur demeure seul responsable de la fidélité de la traduction.

Le cas original intitulé Warren Buffet 1995 a été rédigé par le professeur Robert F. Bruner de Darden Graduate Business School Foundation. Ce cas est destiné à servir de canevas de discussion à caractère pédagogique et ne comporte aucun jugement sur la situation administrative dont il traite.

© 1996 University of Virginia Darden School Foundation, Charlottesville, VA. Tous droits réservés. Pour commander des copies, envoyer un courriel à l'adresse suivante : dardencases@virginia.edu. Aucune partie de ce texte ne peut être reproduite, archivée, incorporée dans un tableur ou transmise de quelque manière que ce soit. Toute transmission électronique ou mécanique ainsi que toute photocopie, enregistrement ou autre reproduction est strictement interdit sans le consentement de la Darden School Foundation. Rév. 5/98

This case was prepared by Professor Robert F. Bruner. This case was written as a basis for class discussion rather than to illustrate effective or ineffective handling of an administrative situation.

Copyright © 1996 by the Darden Graduate Business School Foundation, Charlottesville, VA. All rights reserved. To order copies, send an e-mail to dardencases@virginia.edu. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, used in a spreadsheet, or transmitted in any form or by any means-electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise-without the permission of the Darden School Foundation.

¹ À la date où l'acquisition fut annoncée, on enregistra une augmentation de 609,60 \$ du cours de l'action de Berkshire Hathaway. La société avait 1 177 750 actions en circulation.

² En 1965, Buffett avait payé environ 17,58 \$ par action pour l'acquisition de Berkshire Hathaway. Le 25 août 1995, le cours de clôture était de 25 400 \$.

Il fit l'objet de nombreux articles élogieux et de trois biographies,³ mais demeura une personne très réservée. Même si plusieurs le considéraient comme un génie intellectuel, il évitait de se retrouver en compagnie d'intellectuels et préférait vivre à l'image d'un citoyen typique du sud des États-Unis (il demeurait à Omaha au Nebraska) et d'un investisseur acharné. De plus, contrairement à d'autres « vedettes » du monde des finances, Buffett avouait rapidement et publiquement ses échecs. Quoique possédant une maîtrise en administration des affaires de Columbia University et bien qu'il attribuât à son mentor, le professeur Benjamin Graham, le mérite d'avoir mis au point la théorie de « l'investissement fondé sur la valeur » associée à son succès, Buffett critiquait les écoles d'administration en citant la futilité de leurs théories sur les finances et sur l'investissement.

Nombreux sont ceux qui ont tenté de découvrir la clé du succès de Buffett. Quels sont les principes fondamentaux qui le guident? S'appliquent-ils de façon générale à la fin des années 90 et au début du 21^e siècle ou étaient-ils uniques à Buffett et à son époque? En faisant la lumière sur ces principes, les analystes espéraient pouvoir expliquer l'acquisition de GEICO. Quelles sont les hypothèses qui justifiaient une telle acquisition? Pour quelles raisons Buffett avait-il décidé d'entreprendre cet achat? L'acquisition de GEICO serait-elle une réussite? Comment se comparait-elle aux autres investissements que la firme avait effectués peu avant, tels que l'achat des actions de Salomon Brothers, de USAir et de Champion International?

Berkshire Hathaway, Inc.

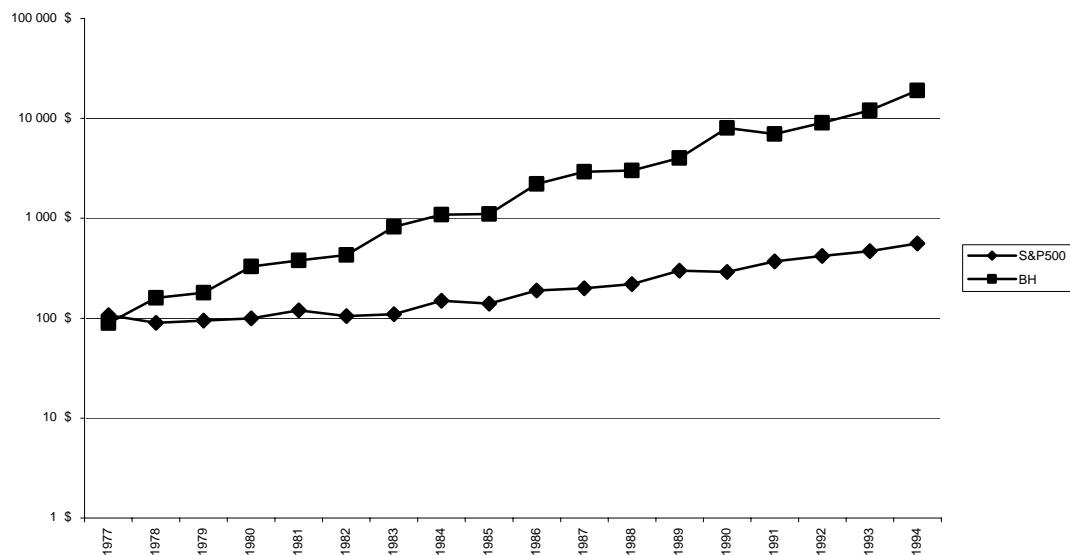
L'entreprise qui se constitua en société par actions en 1889 et œuvra sous le nom de Berkshire Cotton Manufacturing devint au fil des ans un des plus importants fabricants d'étoffes de l'État de New England, représentant 25 % de la production de produits textiles des États-Unis. La fusion de Berkshire Cotton Manufacturing et de Hathaway Manufacturing en 1955 marqua le début d'un déclin de longue durée causé par l'inflation, le changement technologique et la concurrence accrue des fabricants étrangers. En 1965, Buffett et quelques partenaires acquièrent une participation majoritaire dans Berkshire Hathaway en croyant que le déclin était réversible. Au cours des 20 années qui suivirent, il devint évident que d'importants investissements étaient nécessaires pour que la société demeure concurrentielle et que, même dans ces conditions, elle ne pouvait réaliser qu'un médiocre rendement sur les capitaux investis. C'est ainsi qu'en 1985, Berkshire Hathaway se retira du secteur des produits textiles. Heureusement, la fusion des deux fabricants de produits textiles avait généré suffisamment de fonds dans les années initiales pour permettre à la société d'acheter deux sociétés d'assurance dont le siège social était situé à Omaha, soit la National Indemnity Company et la National Fire & Marine Insurance Company. L'acquisition d'autres sociétés eut lieu dans les années 70 et 80.

Le rendement d'une action de Berkshire Hathaway avait certainement de quoi étonner la plupart des observateurs. En 1977, le cours de clôture en fin d'exercice était de 89,00 \$. Le 25 août 1995, le cours de clôture des actions de la société avait atteint la valeur de 25 400,00 \$! À titre comparatif, de 1977 jusqu'en fin 1994, la moyenne annuelle du rendement total de toutes les

³ Robert G. Hagstrom, Jr., *The Warren Buffett Way*, (New York : John Wiley & Sons, 1994). Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett*, (Birmingham : AKPE, 1994). Roger Lowenstein, *Buffett: the Making of An American Capitalist*, (New York : Random House, 1995).

actions de sociétés importantes était de 14,3 %⁴. Au cours de la même période, l'indice Standard & Poor's 500 augmenta de 107 à 560. Certains observateurs demandèrent à Buffett de fractionner les actions de la firme afin de les rendre plus facilement accessibles aux investisseurs individuels. Son refus fut catégorique.

Cours de l'action de Berkshire Hathaway comparé à l'indice S&P500



En 1994, Berkshire Hathaway se décrivait comme « une société de portefeuille possédant des filiales actives dans divers secteurs économiques »⁵. L'annexe 1 présente un résumé des bénéfices d'exploitation, des dépenses en immobilisations, des amortissements et des actifs pour les différents secteurs. En 1994, le portefeuille de sociétés de Berkshire était constitué comme suit :

- *Groupe d'assureurs.* La part la plus importante du portefeuille de Berkshire était composée de sociétés d'assurance directe ou de réassurance spécialisées dans l'assurance de biens et dans l'assurance-accidents. Le portefeuille du groupe d'assureurs comprenait des participations importantes dans dix autres sociétés cotées en bourse. L'annexe 2 présente un résumé de ces participations ainsi que la part de Berkshire dans les bénéfices d'exploitation de ces entreprises qui n'ont pas été distribués sous forme de dividendes pour l'année en cours.. Étant donné que les bénéfices de certaines de ces sociétés et ceux de Berkshire ne pouvaient être consolidés selon les principes comptables généralement reconnus, Buffett publia un compte rendu des bénéfices de Berkshire qu'il appela « look-through earnings »⁶.

⁴ Tiré de *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, 1994* (Chicago : Ibbotson Associates), p. 10.

⁵ Berkshire Hathaway, Inc. *Rapport annuel*, 1994, p. 6.

⁶ Les bénéfices appelés « “look-through” earnings » correspondaient à la somme des bénéfices d'exploitation de Berkshire présentés dans son état des résultats, additionnée de la portion non distribuée des bénéfices d'exploitation des principales entités détenues par Berkshire qui n'étaient pas consolidées, bénéfices qui n'étaient donc pas reflétés dans les profits de Berkshire, moins l'impôt qui aurait été payé par Berkshire si ces bénéfices

Tels que présentés à l'annexe 2, 40 à 50 % de ces bénéfices correspondaient aux bénéfices non répartis des principales entités émettrices. L'annexe 3 résume les placements dans des actions privilégiées convertibles⁷ que Berkshire avait effectués dans les années précédentes, agissant à titre de « chevalier blanc » pour de grandes sociétés qui avaient été la cible de tentatives de prise de contrôle réelles ou supposées.

- *Buffalo News*. Un quotidien publié dans le nord de l'État de New York.
- *Fechheimer*. Un fabricant et distributeur d'uniformes.
- *Kirby*. Un fabricant et vendeur de systèmes de nettoyage domestique et d'accessoires.
- *Nebraska Furniture*. Un détaillant d'accessoires ménagers d'ameublement.
- *See's Candies*. Un fabricant et distributeur de chocolats en boîte et d'autres articles de confiserie.
- *Childcraft and World Book*. Un éditeur et distributeur d'encyclopédies et de matériel pédagogique.
- *Campbell Hausfeld*. Un fabricant et distributeur de compresseurs d'air, d'outils pneumatiques et de systèmes de peinture.
- *H.H. Brown Shoe Company; Lowell Shoe, Inc. et Dexter Shoe Company*. Des fabricants, importateurs et distributeurs de chaussures.

En plus d'être actionnaire de ces sociétés, Berkshire possédait une série de plus petites entreprises⁸ qui lui rapportaient environ 400 millions de dollars.

Politique d'acquisition de Berkshire Hathaway

La nouvelle concernant GEICO ranima l'intérêt du public quant à l'approche de Buffett vis-à-vis des acquisitions. L'annexe 4 présente les critères d'acquisition officiels tels que publiés dans le rapport annuel de 1994 de Berkshire Hathaway. En général, la politique d'acquisition de Berkshire Hathaway se voulait une stratégie hautement disciplinée qui se défendait de récompenser les autres pour les actions que Berkshire Hathaway aurait pu tout aussi bien entreprendre par ses propres moyens. C'est ainsi que les analystes mirent à examiner à la loupe les critères avancés par Buffett pour essayer de comprendre où il puisait les idées qui lui valaient un tel succès.

avaient été versés à la société. (Le taux d'imposition employé pour la présentation était de 14 % et correspondait au taux que Berkshire payait pour les dividendes qu'elle recevait.)

⁷ Les actions privilégiées convertibles pouvaient être échangées contre des actions ordinaires par leur porteur. Le droit d'échange ou de conversion correspondait à une option d'achat sur les actions ordinaires de l'émetteur. Les conditions de conversion spécifiaient le prix auquel les actions ordinaires pouvaient être acquises en échange de la valeur principale des actions privilégiées convertibles.

⁸ Ces entreprises œuvraient dans les domaines suivants : raccords de conduit, vente de services d'experts en motivation, vente au détail de bijoux, compresseurs d'air, produits de protection solaire, commandes d'appareils, raccords en zinc moulé sous pression, composés pour automobiles, instruments de mesure de pression et de débit, moteurs de puissance fractionnaire, treuils d'embarcation, coutellerie, carrosseries de camion, brûleurs pour l'alimentation des foyers, raccords pour systèmes de gaz comprimé et pièces de plastique moulé.

Un exemple bien connu dont Buffett parlait était l'investissement de Berkshire Hathaway dans la société Scott & Fetzer en 1986. Les gestionnaires de Scott & Fetzer avaient tenté une acquisition par emprunt de la société pour contrer une supposée offre publique d'achat hostile. Lorsque le Labor Department des États-Unis s'objecta à ce que la société mette en place un régime d'actionnariat des salariés pour aider à financer l'achat, l'affaire tomba à l'eau. Peu après, la société reçut des offres d'achat non sollicitées, y compris celle de l'arbitragiste Ivan F. Boesky. Buffett offrit d'acheter la société pour 315 millions de dollars (sa valeur comptable était évaluée à 172,6 millions de dollars). À la suite de cette acquisition, Scott & Fetzer versa à Berkshire Hathaway des dividendes de 125 millions de dollars, en dépit du fait qu'elle n'avait gagné que 40,3 millions de dollars cette année. De plus, Scott & Fetzer était financée de façon conventionnelle; elle avait contracté une modeste dette à son acquisition et n'avait pratiquement plus aucune dette en 1994. L'annexe 5 présente le bénéfice net et les dividendes de la société entre 1986 et 1994. Buffett affirma qu'en ce qui concernait le rendement par rapport à la valeur comptable des capitaux propres, Scott & Fetzer surpassait facilement les entreprises Fortune 500⁹. De 1986 à 1994, le rendement annuel moyen global des actions des grandes sociétés ne fut que de 12,6 %¹⁰.

Philosophie d'investissement de Buffett

Warren Buffett reçut ses premières leçons officielles en matière d'investissement à la Columbia University alors qu'il était un étudiant du professeur Benjamin Graham. Un des auteurs du texte classique, *Security Analysis*, Graham élabora une méthode de détection des actions sous-évaluées (les actions dont le cours était inférieur à leur « valeur intrinsèque »). Cette notion devint la pierre angulaire de l'approche moderne « d'investissement dans la valeur ». Graham se concentrat sur la valeur des actifs tels que les liquidités, les fonds de roulement et les biens matériels. Avec le temps, Buffett modifia cette approche pour pouvoir également tenir compte des « franchises » de grande valeur non reconnues sur le marché.

Au fil des ans, Buffett étala sa philosophie de l'investissement dans ses lettres aux actionnaires publiées dans le rapport annuel de Berkshire Hathaway. En 1995 ses longues lettres, pleines de sagacité, écrites sur un ton humoristique et sans prétention, avaient fait de nombreux disciples. Les lettres mettaient l'accent sur les éléments suivants :

1. *La réalité économique et non la réalité comptable.* Les états financiers préparés par les comptables obéissent à des règles qui ne représentent pas nécessairement la réalité économique de l'entreprise. À cet égard, Buffett écrivit :

« ... compte tenu des limites des méthodes comptables traditionnelles, il se peut fort bien que le bénéfice consolidé ne révèle pas grand chose de notre vrai rendement économique. Charlie et moi, en tant que propriétaires et gestionnaires, prêtions très peu attention à ces résultats consolidés. Les conséquences comptables n'influencent pas nos méthodes d'exploitation ou d'affectation des capitaux »¹¹.

⁹ Cette moyenne ne comprend pas les firmes comparables ressortant d'une récente faillite. Buffett avait fait cette observation dans le rapport annuel de 1994 de Berkshire Hathaway.

¹⁰ Indiqué dans *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation*.

¹¹ Berkshire Hathaway, Inc. *Rapport annuel, 1994*, p. 2.

Les réalités comptables sont prudentes, orientées vers le passé et régies par les principes comptables généralement reconnus (PCGR). Pour les décisions d'investissement, il est préférable de s'appuyer sur la réalité économique de l'entreprise. Dans la réalité économique, les actifs incorporels tels que les brevets, les marques de commerce, le savoir-faire spécialisé des gestionnaires et la réputation de l'entreprise peuvent être très précieux; pourtant, selon les PCGR, ils n'ont que très peu sinon aucune valeur. Les PCGR mesurent les résultats selon le bénéfice net, mais dans la réalité économique, ce sont les *flux monétaires* d'une entreprise qui constituent ses résultats.

Un des éléments principaux de l'approche de Buffett consiste à définir la réalité économique par rapport à l'entreprise, et non selon le marché, l'économie ou le titre en question. En ce sens, Buffett était un *analyste fondamental* de l'entreprise. Son analyse cherchait à évaluer l'entreprise en tenant compte de sa simplicité, de la constance de ses performances historiques, de ses perspectives à long terme, de la qualité de ses gestionnaires et de sa capacité de créer de la valeur.

2. *Le coût de renonciation.* Buffett comparait toute occasion d'investir à sa solution de rechange, c'est-à-dire ce à quoi l'investisseur aurait à renoncer. Dans ses décisions d'affaires, il avait tendance à effectuer son choix en comparant une possibilité à une autre, plutôt qu'en se demandant simplement s'il fallait agir ou non. Ainsi, le taux de rendement potentiel que l'on pouvait obtenir en investissant la même somme dans les actions ordinaires d'une autre société constituait un point de comparaison important pour évaluer l'intérêt d'une acquisition. Buffett prétendait qu'il n'y avait aucune différence fondamentale entre l'achat d'une entreprise et l'achat de quelques-unes de ses actions. Pour lui, la comparaison d'un investissement à d'autres rendements possibles sur le marché était un point de repère essentiel.
3. *Création de valeur : le temps, c'est de l'argent.* Selon Buffett, la valeur intrinsèque d'une entreprise équivalait à la valeur actualisée de ses flux monétaires futurs.

Toutes les autres méthodes ne permettent pas de déterminer si l'investisseur achète un titre à sa juste valeur et s'il agit selon le principe qu'il doit obtenir de la valeur de ses investissements... Peu importe si l'entreprise prend de l'expansion ou non, si ses bénéfices sont stables ou variables et si son prix est bas ou élevé par rapport à ses bénéfices d'exploitation et à sa valeur comptable, l'investissement qui s'avère être le moins cher selon le calcul des flux monétaires actualisés est celui que l'investisseur devrait choisir.¹²

Pour expliquer davantage le concept de « valeur intrinsèque », Buffett se servit de l'exemple pédagogique suivant :

« Nous définissons la valeur intrinsèque comme étant la valeur actualisée des liquidités pouvant être retirées d'une entreprise au cours de sa durée de vie restante. Bien sûr, chaque calcul de valeur intrinsèque sera très subjectif, et la somme donnée changera à mesure que l'évaluation des flux monétaires futurs sera révisée et que les taux d'intérêt fluctueront. Cependant, en dépit de son imprécision, la valeur intrinsèque demeure primordiale; elle correspond au seul moyen logique d'évaluer l'intérêt relatif d'un investissement et d'une entreprise.

¹² Berkshire Hathaway, Inc. *Rapport annuel, 1992*, p. 14.

Pour illustrer le fait que les facteurs de production connus (valeur comptable) ne correspondent pas toujours à la production future (valeur intrinsèque), examinons une autre forme d'investissement : les études collégiales. Admettons que le coût des études corresponde à leur « valeur comptable ». Pour être exact, le coût devrait comprendre les revenus que l'étudiant n'a pas pu toucher parce qu'il a décidé d'entreprendre des études plutôt que de travailler. Dans cet exercice, nous ne tiendrons pas compte des avantages non économiques importants liés aux études afin de nous concentrer uniquement sur la valeur économique. D'abord, nous devons estimer les revenus que le diplômé recevra au cours de sa vie et soustraire de cette somme la valeur approximative des revenus qu'il aurait touchés s'il n'avait pas fait des études. Ce calcul nous donnera une série de revenus excédentaires qu'il faudra ensuite actualiser à l'aide d'un taux d'intérêt approprié et en remontant jusqu'au jour où l'étudiant a reçu son diplôme. Le résultat en dollars sera égal à la valeur économique intrinsèque des études. Certains diplômés trouveront que la valeur comptable de leurs études est plus élevée que la valeur intrinsèque. Dans un tel cas, la personne ayant payé pour les études n'a pas fait une bonne affaire! Dans d'autres cas, la valeur intrinsèque des études dépassera largement la valeur comptable. Un tel résultat sera le reflet d'un investissement fructueux. Toutefois, peu importe le résultat, il est clair que la valeur comptable n'est pas un indicateur fiable de la valeur intrinsèque¹³ ».

Pour voir de quelle façon on peut appliquer cet exemple, examinons le cas hypothétique présenté à l'annexe 6. Supposons qu'une personne ait l'occasion d'investir 50 millions de dollars dans une entreprise et que cette somme représente son « coût » ou sa « valeur comptable ». Cette entreprise générera annuellement des liquidités à un taux de 20 % de la somme investie. Admettons également qu'au lieu de recevoir des dividendes, le propriétaire décide de réinvestir toutes les liquidités dans l'entreprise; à un tel régime, le taux de croissance de l'entreprise sera de 20 % par année. Supposons ensuite que l'investisseur décide de vendre l'entreprise à sa « valeur comptable » à la fin de la cinquième année. Ce placement aura-t-il créé de la valeur pour l'investisseur? La réponse à cette question se trouve en actualisant les flux monétaires futurs au coût du capital-actions de 15 %. Supposons que ce taux représente le coût de renonciation de l'investisseur, soit le rendement qu'il aurait pu obtenir en plaçant son argent ailleurs à un risque comparable. En divisant la valeur actualisée des flux monétaires futurs (soit la « valeur intrinsèque » de Buffett) par le coût de l'investissement (soit la « valeur comptable » de Buffett), on constate que chaque dollar investi achètera un titre valant 1,23 \$. Il y a donc création de valeur.

Examinons maintenant un cas opposé, résumé à l'annexe 7. L'exemple est semblable au précédent à l'exception d'un détail fondamental : le rendement annuel sur l'investissement est de 10 %. Dans ce cas, chaque dollar investi achètera un titre valant 0,80 \$. Il y a donc perte de valeur.

Si nous comparons les exemples présentés dans les annexes 6 et 7, la différence entre la création et la perte de valeur dépend entièrement de la relation entre le rendement attendu et le taux d'actualisation. Dans le premier cas, l'écart est positif; dans le deuxième, négatif. Ce n'est que dans les cas où le rendement attendu est égal au taux d'actualisation que la « valeur comptable » est égale à la « valeur intrinsèque ». Autrement dit, la valeur comptable ou la somme investie ne reflète pas nécessairement la réalité économique. Ainsi, il est nécessaire de se concentrer sur les taux de rendement futurs et de les comparer au taux de rendement requis. »

¹³ Berkshire Hathaway, Inc. *Rapport annuel, 1994*, p. 7.

4. *La mesure du rendement selon le gain en valeur intrinsèque et non selon la comptabilisation des profits.* À cet égard, Buffett écrit :

« Notre objectif économique à long terme... est de maximiser le taux de gain annuel moyen de la valeur intrinsèque de l'entreprise par action. L'importance économique ou le rendement de Berkshire ne se mesure pas par sa valeur absolue, mais selon l'évolution du cours de l'action. »¹⁴

Le gain en valeur intrinsèque peut être défini comme étant la valeur ajoutée d'une entreprise au-delà du coût d'utilisation de son capital. Le gain en valeur intrinsèque est analogue aux concepts de « revenu économique » et de « valeur ajoutée du marché » employés par les principaux analystes dans le monde des finances. Ces mesures sont axées sur la capacité de réaliser un rendement supérieur au coût du capital.

5. *Le risque et les taux d'actualisation.* Les théoriciens et les praticiens traditionnels affirment que le rendement d'un placement devrait être proportionnel à son coût. Selon ce point de vue, les taux d'actualisation employés pour établir la valeur intrinsèque devraient être déterminés par le risque des flux monétaires que l'on évalue. Selon les méthodes traditionnelles, le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) sert à calculer les taux d'actualisation et comporte l'ajout d'une prime de risque au taux de rendement sans risque à long terme (tel que le rendement d'un bon du Trésor des États-Unis).

Buffett va à l'encontre de la pensée traditionnelle en utilisant le taux de rendement à long terme (sur 30 ans, par exemple) des bons du Trésor des États-Unis pour actualiser les flux monétaires.¹⁵ Défendant cette pratique, Buffett affirme qu'il évite le risque et que, par conséquent, il doit employer un taux d'actualisation sans risque. Sa société a très rarement recours au financement par l'emprunt. Buffett s'intéresse aux entreprises dont les revenus sont prévisibles et stables. Lui et son vice-président, Charlie Munger, siégent au conseil d'administration des sociétés dans lesquelles ils détiennent des actions afin d'avoir une perspective d'initié et d'être en mesure d'intervenir dans les décisions des gestionnaires, si nécessaire. À cet égard, Buffett écrit :

« J'accorde beaucoup d'importance à la certitude. Dans cette optique, l'idée d'un facteur de risque n'a pour moi aucun sens. Le risque survient quand on agit sans savoir ce que l'on fait. »¹⁶

Dans la vie courante, le risque signifie la possibilité de perdre quelque chose ou de subir des dommages. Cependant, les théoriciens ne définissent pas ce terme de la même manière. Selon eux, le risque correspond à la volatilité relative d'une action ou d'un portefeuille, c'est-à-dire, à la volatilité d'un placement par rapport à celle d'un grand bloc d'actions. À l'aide de bases de données et de statistiques, ces théoriciens calculent avec précision le coefficient bêta d'une action, soit sa volatilité relative dans le passé, et élaborent ensuite des théories obscures d'investissement et d'affectation des capitaux à partir de leurs résultats. Toutefois, dans leur

¹⁴ Ibid., p. 2.

¹⁵ Le 25 août 1995, le rendement des bons du Trésor des États-Unis était de 6,86 %. Le coefficient bêta de Berkshire Hathaway était 0,95.

¹⁶ Cité dans Jim Rasmussen, « Buffett Talks Strategy with Students », *Omaha World-Herald*, 2 janvier 1994, p. 26.

hâte de trouver une mesure unique d'évaluation du risque, ils oublient un principe fondamental : il est préférable d'avoir à peu près raison que précisément tort. »¹⁷

6. *Diversification.* Buffett est en désaccord avec le principe selon lequel les investisseurs devraient détenir un portefeuille d'actions diversifié afin d'éviter les risques attribuables aux entreprises. À son avis, la plupart des investisseurs achètent un trop grand nombre d'actions et feraient mieux d'attendre l'occasion d'investir dans une société exceptionnelle. À ce sujet, Buffett donne le conseil suivant :

« Il est préférable d'étudier les entreprises que l'on comprend et de se concentrer sur celles-ci. La diversification offre une protection contre l'ignorance; cependant, quand on agit en connaissance de cause, la nécessité de diversifier ses placements diminue considérablement. »¹⁸

7. *L'investisseur devrait agir de façon disciplinée et à partir de renseignements et d'analyses; il ne devrait surtout pas se fier à ses sentiments ou à ses intuitions.* Buffett ne cesse d'insister que l'information et les décisions prises consciemment sont à la base de tout bon investissement. Selon lui : « Quiconque ne voit pas l'idiot sur le marché en est probablement un lui-même. ».¹⁹ Buffett aime bien répéter l'histoire suivante qui lui a été racontée par Benjamin Graham :

« Il était une fois une petite entreprise privée dont l'un des propriétaires s'appelait Marché. À chaque jour, monsieur Marché avait une idée différente de la valeur de l'entreprise et était prêt à acheter vos intérêts ou à vous vendre les siens. Étant aussi agité que borné, monsieur Marché distrayait constamment les autres propriétaires. “Qu'en sait-il vraiment?”, se demandaient-ils lorsque monsieur Marché leur proposait un prix, que ce dernier soit incroyablement élevé ou misérablement bas. En fait, ce monsieur n'en savait que très peu. Il se peut que vous fassiez une bonne affaire en lui vendant vos actions à un moment où son prix est très élevé et en achetant les siennes lorsque son prix est bas. Cependant, à tout autre moment, vous feriez mieux de vous informer sur la valeur de vos titres en lisant les rapports complets sur le fonctionnement et la situation financière de l'entreprise. »²⁰

Buffett emploie l'allégorie suivante pour illustrer l'irrationalité des coûts des actions par rapport à leur valeur intrinsèque : « Graham croyait que le pire ennemi de l'investisseur n'était pas la Bourse, mais l'investisseur lui-même. De plus, il n'était pas d'avis qu'une formation additionnelle pouvait compenser l'absence d'un tempérament propice à l'investissement. À long terme, il devrait exister une forte correspondance entre le coût des actions et l'évolution économique de l'entreprise. Cependant, les valeurs boursières sont fortement influencées par les avidités et les peurs du jour et ne sont pas une mesure fiable de valeur intrinsèque. » De plus Buffett ajoute :

¹⁷ Rapport annuel de 1993 de Berkshire Hathaway, republié dans Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value, The Story of Warren Buffett* (Birmingham : AKPE, 1994), p. 574.

¹⁸ Cité dans Forbes, 19 octobre 1993, republié dans Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value, The Story of Warren Buffett* (Birmingham : AKPE, 1994), p. 574.

¹⁹ Cité dans Michael Lewis, *Liar's Poker* (New York : Norton, 1989), p. 35.

²⁰ Initialement publié dans le rapport annuel de 1987 de Berkshire Hathaway. Paraphrase tirée de l'ouvrage de James Grant, *Minding Mr. Market* (New York : Times Books, 1993), p. xxi.

« En ce qui me concerne, la Bourse n'existe pas. Cette institution est là simplement pour me permettre de voir si quelqu'un s'apprête à faire une offre insensée. Investir dans des actions, c'est investir dans des entreprises. Il faut agir selon la logique et non selon ce qui est à la mode. »²¹

Ainsi, Buffett n'essaie pas de prévoir le climat boursier (soit de vendre ou d'acheter des actions selon les prévisions des changements dans le cycle du marché); il investit avec patience, dans une perspective à long terme. Contrairement à ceux de monsieur Marché, les objectifs de Buffett sont loin d'être ceux d'un suiveur. « Nous nous méfions simplement lorsque les autres sont avides et nous sommes avides seulement lorsque les autres se méfient »²², affirme-t-il. Il dit aussi : « La paresse frôlant la léthargie demeure la pierre angulaire de notre style d'investissement »,²³ et « Le marché, comme le bon Dieu, vient en aide à ceux qui savent eux-mêmes s'aider. Mais contrairement à Dieu, le marché ne pardonne pas à ceux qui ne savent pas ce qu'ils font. »²⁴

Buffett rejette la théorie de l'efficience des marchés financiers. Selon l'hypothèse de l'efficience du marché des capitaux (HEMC), les renseignements connus du public se reflètent rapidement dans le prix des actions qui tiennent ainsi « justement » compte de ce que l'on sait à propos d'une entreprise. Ainsi, d'après cette hypothèse, il n'y aurait pas d'affaire exceptionnelle à faire et il serait inutile d'essayer de déjouer le marché. « Ce fut clairement à mon avantage que des dizaines de milliers de personnes aient appris à l'école de commerce qu'il est inutile de se donner la peine de penser », déclare Buffett.²⁵

« Il est fascinant de constater à quel point il est facile pour les gens au pouvoir de faire croire aux masses que la terre est plate », exprima également Buffett. « Investir dans un marché dans lequel les gens croient à l'efficience, c'est comme jouer au bridge avec une personne qui pense qu'il est inutile de regarder les cartes. »²⁶

8. *Aligner les intérêts des mandataires sur ceux des propriétaires.* En parlant de sa participation importante dans la société Berkshire Hathaway, Buffett exprime ce qui suit : « Je suis un meilleur homme d'affaires parce que je suis un investisseur et je suis un meilleur investisseur parce que je suis un homme d'affaires. »²⁷

Pour illustrer cette idée, il fait le commentaire suivant :

« Les désirs des dirigeants ne devraient pas se réaliser aux dépens des actionnaires. Nous ne nous diversifierons pas en acquérant des entreprises au complet à un prix qui ne tient pas compte des conséquences à long terme pour les actionnaires. Nous placerons vos capitaux exactement de la même manière que les nôtres : en évaluant entièrement les rendements que vous pourriez obtenir si vous diversifiez plutôt vos portefeuilles en achetant directement des titres à la Bourse. »²⁸

²¹ Peter Lynch, *One Up on Wall Street* (New York : Penguin Books, 1990), p. 78.

²² Berkshire Hathaway. *Rapport annuel, 1986*, p. 16.

²³ Berkshire Hathaway. *Rapport annuel, 1990*, p. 15.

²⁴ Berkshire Hathaway, *Letters to Shareholders, 1977-1983*, p. 53.

²⁵ Cité dans Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value*, p. 353.

²⁶ Cité dans L. J. Davis, « Buffett Takes Stock », *New York Times*, 1^{er} avril 1990, p. 16.

²⁷ Cité dans Forbes, 19 octobre 1993, publié à nouveau dans Andrew Kilpatrick, *Of Permanent Value*, p. 574

²⁸ « Owner-Related Business Principles » dans le rapport annuel de 1994 de Berkshire Hathaway, p. 3.

Quatre des six directeurs de Berkshire possédaient des avoirs familiaux composés à 50 % ou plus d'actions de Berkshire Hathaway. De plus, les cadres supérieurs des filiales de Berkshire Hathaway détenaient tous des actions dans la société et/ou étaient compensés par un système de primes équivalant à une participation dans leur secteur de l'entreprise.

La société GEICO

La société Berkshire Hathaway commença à acquérir les actions de GEICO en 1976. Quatre ans plus tard, en 1980, sa participation était de 33 % (34,25 millions d'actions) et valait 45,7 millions de dollars. Entre 1976 et 1980, le cours des actions de GEICO a été influencé par l'inflation à deux chiffres, par la hausse des taux d'accident et par la réception d'importantes sommes en dommages-intérêts. C'est ainsi que la valeur de la société augmenta plus rapidement que ses primes d'émission. En août 1995, la participation de Berkshire Hathaway correspondait à 50,4 % des actions de la société (GEICO ayant racheté une certaine quantité de ses actions et Berkshire maintenant ses avoirs) et sa valeur était passée de 45,7 millions à 1,9 milliards de dollars.²⁹ De plus, les dividendes versés par GEICO augmentèrent à chaque année (voir annexe 8). À titre de comparaison, entre 1976 et 1994, le rendement annuel moyen des actions des sociétés importantes était de 13,5 %.³⁰

Pour expliquer sa décision d'acquérir le reste des actions de GEICO, Buffett mentionna les points suivants :

- La firme occupait le septième rang parmi les plus importantes compagnies d'assurance aux États-Unis, assurant 3,7 millions d'automobiles.
- Les cadres supérieurs de la firme étaient « extraordinaires » et possédaient un style d'investissement comparable à celui de Buffett. Leur présence parmi les cadres supérieurs de Berkshire Hathaway serait bénéfique et fournirait une relève si jamais quelque chose devait arriver à Buffett (âgé de 65 ans) ou à Munger (âgé de 72 ans).
- Les coûts d'assurance de la firme étaient les moins élevés de l'industrie.

Certains analystes ont tenté de vérifier à l'aide de la valeur actualisée des flux de trésorerie la pertinence du cours de 70 \$ offert par Buffett pour une action de GEICO. Le 7 juillet 1995, le *Value Line Investment Survey* publiait ses prévisions des dividendes de GEICO³¹ et du futur cours des actions selon deux scénarios :

Tableau 1. Prévisions de Value Line

		Valeur la plus faible	Valeur la plus élevée
Dividendes prévus	1996	1,16 \$	1,16 \$
	1997	1,25 \$	1,34 \$
	1998	1,34 \$	1,55 \$
	1999	1,44 \$	1,79 \$
	2000	1,55 \$	2,07 \$
Cours de l'action prévu en 2000		90,00 \$	125,00 \$

Value Line présentait également des indications correspondant au coût des fonds propres de 11 %.³² GEICO avait un total de 67 889 574 actions en circulation au 30 avril 1995.

Certains analystes remarquèrent que l'offre de Berkshire Hathaway suivait de près l'offre de Walt Disney Company d'acheter Capital Cities/ABC au coût de 19 milliards de dollars. Étant donné qu'une partie de cette somme devait être payée en liquidités, Berkshire Hathaway devrait forcément réinvestir ailleurs.

Conclusion

Selon le point de vue traditionnel, Warren Buffett aurait de la difficulté à maintenir son taux record de croissance annuelle de l'avoir des actionnaires de 28 %. Selon Buffett, « un portefeuille trop garni est l'ennemi des rendements supérieurs ».³³ Il déclara que l'objectif de la firme était de réaliser un gain annuel de 15 % sur la valeur intrinsèque de ses placements. L'acquisition de GEICO permettra-t-elle à Berkshire Hathaway d'atteindre ses objectifs à long terme? Le prix de l'offre était-il approprié? Quels facteurs pourraient expliquer l'augmentation du cours de l'action pour Berkshire Hathaway au moment de l'ouverture?

²⁹ On suppose que le cours de l'action de GEICO avant l'annonce était de 55,75 \$.

³⁰ Tiré de *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation*, 1994, p. 10.

³¹ Les prévisions de *Value Line* sont annuelles, même si GEICO versait des dividendes à chaque trimestre. Les chiffres annuels sont donnés afin de simplifier la présentation.

³² Les analystes ont employé le modèle d'évaluation des actifs financiers pour évaluer le coût des actions de GEICO. *Value Line* a établi que le coefficient bêta de GEICO était 0,75. (Comparativement, celui de Berkshire Hathaway était 0,95). La prime de risque du marché des actions était de 5,5 %. Quant au taux sans risque évalué selon le rendement sur 30 ans des bons du Trésor des États-Unis, il était de 6,86 %.

³³ Cité dans Garth Alexander, « Buffett Spends \$2bn on Return to His Roots », Times Newspapers Ltd., 17 août 1995.

Annexe 1

**Information par secteur d'activité
Berkshire Hathaway, Inc.
(en millions de dollars)**

Secteur	Revenus		Bénéfice d'exploitation avant taxes*		Dépenses en immobilisations		Amortissement		Actifs identifiables	
	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993
Assurance	1 437 \$	1 591 \$	639 \$	961 \$	0,9 \$	1,2 \$	0,9 \$	0,8 \$	18 494 \$	16 127 \$
Confiserie	216 \$	201 \$	47 \$	40 \$	4,1 \$	4,3 \$	4,1 \$	4,1 \$	69 \$	70 \$
Encyclopédies	191 \$	199 \$	24 \$	19 \$	0,1 \$	0,7 \$	1,4 \$	1,5 \$	76 \$	75 \$
Systèmes de nettoyage domestique	207 \$	193 \$	44 \$	41 \$	1,0 \$	1,5 \$	4,2 \$	5,3 \$	42 \$	49 \$
Fournitures d'ameublement domestique	245 \$	209 \$	17 \$	21 \$	22,6 \$	5,3 \$	6,2 \$	2,7 \$	128 \$	101 \$
Journaux	151 \$	145 \$	54 \$	50 \$	5,2 \$	3,6 \$	2,2 \$	1,9 \$	48 \$	45 \$
Chaussures	609 \$	370 \$	76 \$	40 \$	17,9 \$	4,4 \$	10,2 \$	5,2 \$	673 \$	642 \$
Uniformes	151 \$	122 \$	14 \$	13 \$	4,6 \$	1,0 \$	2,5 \$	1,8 \$	95 \$	88 \$
Autres	639 \$	568 \$	**(192) \$	60 \$	10,7 \$	13,0 \$	18,0 \$	17,3 \$	1 712 \$	2 324 \$
Total	3 847 \$	3 599 \$	722 \$	1 246 \$	67,1 \$	35,0 \$	49,6 \$	40,5 \$	21 338 \$	19 520 \$

* Dépense avant intérêt.

** Comprend des frais avant-taxes de 269 \$ représentant une baisse non temporaire de la valeur du placement dans des actions privilégiées d'USAir Group, Inc.

Nota : Il se peut que le total des colonnes ne soit pas exact, car les chiffres ont été arrondis.

Source : Berkshire Hathaway. *Rapport annuel, 1994.*

Annexe 2

**Principales entités détenues par Berkshire Hathaway et
bénéfices qualifiés de « look-through earnings »
(en millions de dollars)**

Principales entités détenues par Berkshire	Participation approximative de Berkshire en fin d'exercice		Bénéfices d'exploitation non distribués des entités de Berkshire (en millions de \$)	
	1994	1993	1994	1993
American Express Co	5,5 %	2,4 %	25 \$	16 \$
Capital Cities/ABC	13,0 %	13,0 %	85 \$	83 \$
Coca-Cola	7,8 %	7,2 %	116 \$	94 \$
Federal Home Loan Mtge.	6,3 %	6,8 %	47 \$	41 \$
Gannett	4,9 %	—	4 \$	—
GEICO	50,2 %	48,4 %	63 \$	76 \$
Gillette	10,8 %	10,9 %	51 \$	44 \$
PNC Bank	8,3 %	—	10 \$	—
Washington Post	15,2 %	14,8 %	18 \$	15 \$
Wells Fargo	13,3 %	12,2 %	73 \$	53 \$
Bénéfices d'exploitation non distribués (part de Berkshire)			492 \$	422 \$
Impôt hypothétique sur ces revenus			(68)\$	(59)\$
Bénéfices d'exploitation déclarés de Berkshire			<u>606</u> \$	<u>478</u> \$
Total des bénéfices « look-through » de Berkshire			1 030 \$	841 \$

Source : Berkshire Hathaway. *Rapport annuel*, 1994, p. 13.

Annexe 3

Investissements de Berkshire en acquisitions privées d'actions privilégiées convertibles

	Taux de dividende	Année d'acquisition	Coût (millions de \$)	Valeur marchande (millions de \$ en déc. 1995)
Champion International Corp.¹	9,25 %	1989	300 \$	388 \$
First Empire State Corp.²	9,00	1991	40 \$	110 \$
The Gillette Company³	8,75	1989	600 \$	2 502 \$
Salomon Inc⁴	9,00	1987	700 \$	728 \$
USAir Group, Inc.⁵	9,25	1989	358 \$	215 \$

Source : Berkshire Hathaway. *Rapport annuel*, 1995, p. 16.

-
1. L'émission de Champion International pouvait être convertie en actions ordinaires au cours de 38,00 \$ l'action. Le 25 août 1995, le cours de l'action ordinaire de Champion International était de 57,50 \$. Le 31 décembre 1995, le cours de l'action de Champion avait chuté à 42,75 \$.
 2. L'émission de First Empire pouvait être convertie en actions ordinaires au prix de conversion de 78,91 \$ l'action. First Empire possédait le droit de racheter ses actions à partir de 1996. Le 25 août 1995, le cours de l'action de First Empire était de 184,50 \$.
 3. L'émission de Gillette pouvait être convertie en actions ordinaires au cours de 25,00 \$ l'action et comportait une obligation de rachat après 10 ans. En février 1991, à la suite du succès de l'introduction sur le marché du rasoir Sensor, Gillette annonça qu'elle rachèterait son émission au cours de 31,75 \$ l'action, forçant ainsi Berkshire à convertir ses titres en actions ordinaires. À la conversion, Berkshire reçut 12 millions d'actions ordinaires ou 11 % des actions en cours de Gillette. Le 25 août 1995, le cours de l'action de Gillette était de 43,00 \$.
 4. L'émission de Salomon pouvait être convertie en actions ordinaires au cours de 38,00 \$ l'action. Si Berkshire ne convertissait pas ses actions privilégiées, Salomon les rachèterait sur une période de 5 ans débutant en octobre 1995. Le 25 août 1995, le cours de l'action ordinaire de Salomon était de 37,125 \$.
 5. L'émission de USAir pouvait être convertie en actions ordinaires au cours de 60 \$ l'action. Si Berkshire ne convertissait pas la série en actions ordinaires, USAir devait racheter les actions privilégiées dans 10 ans. Le 25 août 1995, le cours de l'action ordinaire de USAir était de 8,50 \$.

Annexe 4

Critères d'acquisition de Berkshire Hathaway

Nous attendons avec impatience des nouvelles de sociétés qui répondent à tous les critères suivants :

1. Achat important (au moins 10 millions de dollars de bénéfices après impôt);
2. Rentabilité confirmée (les informations prévisionnelles et les « situations de redressement » ne nous intéressent pas);
3. Entreprises avec de bons taux de rendement sur les capitaux propres et qui ne se financent pas ou seulement très peu par emprunt;
4. Direction en place (nous ne fournissons pas les dirigeants);
5. Activités simples (si la technologie est trop complexe, nous ne la comprendrons pas);
6. Avec un prix proposé (nous ne voulons perdre ni notre temps ni celui du vendeur en parlant, même de façon préliminaire, d'une transaction dont le prix nous est inconnu).

Plus la société est grande, plus nous serons intéressés : nous voulons faire une acquisition de l'ordre de 2 à 3 milliards de dollars.

Nous ne participerons pas à une offre d'achat publique hostile. Nous vous promettons la confidentialité totale et une réponse très rapide (habituellement, dans les 5 minutes qui suivent) quant à notre intérêt. Nous préférons acheter en argent liquide, mais considérerons une émission d'actions si nous pensons recevoir autant de valeur intrinsèque que nous offrons.

À titre d'exemple, nos achats de Nebraska Furniture Mart, Fechheimer's, Borsheim's et Central States Indemnity reflètent le mode d'acquisition que nous préférons. Dans des cas semblables, les propriétaires-gestionnaires de la société désireraient générer d'importantes sommes d'argent, soit pour leur propre compte, pour celui de leur famille ou pour celui d'actionnaires inactifs. En même temps, ces gestionnaires souhaiteraient garder un intérêt substantiel dans leur société et continuer à la gérer comme ils l'ont fait par le passé. Nous pensons convenir aux propriétaires qui visent de tels objectifs et invitons les vendeurs potentiels à nous évaluer en communiquant avec des personnes avec qui nous avons déjà conclu des affaires.

Il arrive très souvent que Charlie et moi soyons approchés concernant des acquisitions qui sont loin de correspondre à nos exigences. Inévitablement, si quelqu'un annonce qu'il désirerait acheter des colleys, il recevra un grand nombre d'appels de personnes cherchant à lui vendre leur épagneul. Vis-à-vis des opérations spéculatives, des reprises et des ventes de type enchères, les paroles suivantes d'une chanson country expriment bien comment nous réagissons : « Si le téléphone ne sonne pas, tu sauras que c'est moi qui t'appelle. »

En plus d'avoir le désir d'acheter des sociétés telles que décrites ci-dessus, nous serions également intéressés à négocier l'acquisition de blocs d'actions importants mais non majoritaires, comparables aux titres de Capital Cities, Salomon, Gillette, USAir et Champion que nous possédons. *Toutefois, nous ne voulons pas recevoir de suggestions concernant des placements que nous pourrions effectuer à la Bourse.*

Source : Berkshire Hathaway. *Rapport annuel*, 1994, p. 21.

Annexe 5

Scott & Fetzer – Valeur comptable des capitaux propres, des bénéfices nets et des dividendes, 1986-1994 (en millions de dollars)

	Valeur comptable en début d'exercice	Bénéfices nets	Dividendes	Valeur comptable en fin d'exercice
1986	172,6 \$	40,3 \$	125,0 \$	87,9 \$
1987	87,9 \$	48,6 \$	41,0 \$	95,5 \$
1988	95,5 \$	58,0 \$	35,0 \$	118,5 \$
1989	118,5 \$	58,5 \$	71,5 \$	105,5 \$
1990	105,5 \$	61,3 \$	33,5 \$	133,3 \$
1991	133,3 \$	61,4 \$	74,0 \$	120,7 \$
1992	120,7 \$	70,5 \$	80,0 \$	111,2 \$
1993	111,2 \$	77,5 \$	98,0 \$	90,7 \$
1994	90,7 \$	79,3 \$	76,0 \$	94,0 \$

Source : Berkshire Hathaway. *Rapport annuel*, 1994, p. 7.

Annexe 6

Exemple hypothétique de création de valeur

Supposons :

- un horizon d'investissement de 5 ans lorsque les actions sont liquidées à leur valeur « comptable » ou de rachat;
- investissement initial de 50 millions de dollars;
- aucun paiement de dividendes; tous les flux monétaires sont réinvestis;
- rendement de l'avoir des actionnaires = 20 %;
- coût des fonds propres = 15 %.

Année	0	1	2	3	4	5
Valeur de l'investissement ou valeur comptable	50	60	72	86	104	124

Valeur marchande (ou « valeur intrinsèque ») = valeur actualisée à 15 % de 124 \$ = 61,65 \$

Valeur marchande/valeur comptable = 61,65 \$/50,00 \$ = 1,23 \$

Création de valeur : chaque dollar investi donne une valeur marchande de 1,23 \$

Annexe 7

Exemple hypothétique de destruction de valeur

Supposons :

- un horizon d'investissement de 5 ans lorsque les actions sont liquidées à leur valeur « comptable » ou de rachat;
- investissement initial de 50 millions de dollars;
- aucun paiement de dividendes; tous les flux monétaires sont réinvestis;
- rendement de l'avoir des actionnaires = 10 %;
- coût des fonds propres = 15 %.

Année	0	1	2	3	4	5
Valeur de l'investissement ou valeur comptable	50	55	60	67	73	81

Valeur marchande (ou « valeur intrinsèque ») = valeur actualisée à 15 % de 81 \$ = 40,30 \$

Valeur marchande/valeur comptable = $40,30 \text{ \$} / 50,00 \text{ \$} = 0,80 \text{ \$}$

Destruction de valeur : chaque dollar investi donne une valeur marchande de 0,80 \$

Annexe 8

Historique des paiements de dividendes de GEICO (en millions de dollars, à l'exception des valeurs par action)

Année	Dividende de GEICO par action	Total des dividendes versés à Berkshire Hathaway
1976	0,00 \$	0,00 \$
1977	0,01 \$	0,34 \$
1978	0,04 \$	1,37 \$
1979	0,07 \$	2,40 \$
1980	0,09 \$	3,08 \$
1981	0,10 \$	3,43 \$
1982	0,11 \$	3,77 \$
1983	0,14 \$	4,80 \$
1984	0,18 \$	6,17 \$
1985	0,20 \$	6,85 \$
1986	0,22 \$	7,54 \$
1987	0,27 \$	9,25 \$
1988	0,33 \$	11,30 \$
1989	0,36 \$	12,33 \$
1990	0,40 \$	13,70 \$
1991	0,46 \$	15,76 \$
1992	0,60 \$	20,55 \$
1993	0,68 \$	23,29 \$
1994	1,00 \$	34,25 \$

Note : Le total des dividendes versés à Berkshire a été estimé en multipliant le dividende par action par les 34,25 millions d'actions de GEICO que possède Berkshire. Cette représentation suppose que toutes les actions de GEICO ont été acquises par Berkshire en 1976.

Source du montant de dividende annuel par action : *Value Line Investment Survey*.