

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

AVRIL 2012



« Prédire la pluie ne compte pas,
l'important c'est de bâtir des arches »

UNE LEÇON DE PLACEMENT DE WARREN BUFFETT

Les gens abordent souvent les placements sans d'abord comprendre ce qu'ils veulent réaliser. Plusieurs se retrouvent ainsi avec de piètres rendements à long terme et ils n'en sont que plus confus. Partit de zéro, Warren Buffett a pour sa part accumulé une fortune de 44 milliards de dollars jusqu'à maintenant et en aucun moment n'a-t-il douté de la façon de parvenir à ce résultat.¹ Dans cette livraison de *La Perspective de Burgundy*, nous allons explorer comment Buffett structure son approche aux placements. Bien appliquées, les leçons qui en découlent ne peuvent manquer de nous aider à générer de meilleurs résultats à long terme.

Un objectif défini et un échéancier de réalisation

Comment le Sage d'Omaha a-t-il érigé une immense fortune en ne partant de rien ? Tout d'abord, il savait ce à quoi il voulait arriver. Dès son jeune âge, l'objectif de Buffett fut de composer le rendement du capital au meilleur taux possible et à très long terme. Il avait donc un objectif clair et précis : accroître sa richesse. Il avait également choisi de réaliser son objectif sur une période suffisamment longue.

Les principes de la composition du capital

Son objectif étant clairement établi, le légendaire investisseur du Nebraska pouvait entreprendre de bâtir un portefeuille. Par où commença-t-il ? Il eut deux révélations capitales qui guidèrent sa philosophie de placement. Premièrement, ce n'est que par la pos-

session d'actifs qu'il pourrait atteindre le niveau de rendement qu'il souhaitait ; ensuite, toute perte aurait pour effet d'anéantir l'effet « magique » de la composition des rendements. Buffett entreprit donc d'appliquer rigoureusement ces principes et il eut un immense succès pendant plusieurs décennies.

Le pouvoir découlant de la possession d'actifs

La première révélation de Buffett lui vint dans sa jeunesse et elle portait sur le pouvoir découlant de la possession d'actifs. Encore adolescent Buffett acheta une ferme dont il partagea les revenus avec un fermier qui avait convenu de la cultiver. Cinq ans plus tard, Buffett vendit la terre et doubla son avoir original. Il en tira la leçon que même si les propriétaires assument le risque de leur capital investi, ils sont les seuls à bénéficier des gains en capital qui en découlent.

Le légendaire investisseur du Nebraska comprit que seuls les rendements découlant de la propriété ou d'actifs permettent de réaliser d'énormes gains à long terme. Il n'était pas possible de faire croître son capital à des taux composés aussi élevés en le plaçant dans des titres d'emprunt tels que des obligations ou des instruments du marché monétaire. En comparant les résultats historiques de différentes catégories au tableau ci-après, on constate que depuis 1926, les actions ont crû à un taux composé presque deux fois plus élevé que celui des obligations, et Warren Buffett a fait encore mieux que cela avec ses actions.

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

RENDEMENTS HISTORIQUES (1926 – 2011)

(Source : Morningstar SBBI)

CATÉGORIE	RENDEMENT COMPOSÉ ANNUELLEMENT
Actions	9,8 %
Obligations	5,4 %

À hauteur égale, les pertes font plus de dommage que les gains n'aident

La seconde révélation pour le Président du conseil de Berkshire portait sur l'énorme difficulté de récupérer des pertes. Les pertes rendent le mécanisme de la composition des rendements inopérant et doivent être évitées à tout prix. Le tableau ci-après indique combien de gains doivent être réalisés pour récupérer une perte donnée. Ainsi, si vous subissez une perte de 50 % de votre avoir, vous devrez réaliser un gain de 100 % sur le capital qui vous reste, simplement pour revenir à votre niveau d'avoir précédent. Ce n'est pas peu demander, et c'est pourquoi Buffett a formulé deux règles de placement :

1. Ne perdez pas d'argent.
2. N'oubliez pas la règle numéro un.

Les actions « infaillibles »

Les révélations que reçut le Sage ont permis de mettre en perspective ce qui est peut-être le plus grand défi en matière de placement, et qui demeure paradoxal pour plusieurs : comment peut-on identifier les actions infaillibles (*No-Lose*) et y investir ? Les termes « actions » et « infaillibles » ne se sont en effet pas trouvés dans une même phrase depuis l'époque craquelée de la Bourse de Vancouver.

Comment le Prophète a-t-il pu résoudre cette antinomie ? L'examen des placements de Buffett permet de dégager une constance qui apporte une partie de la solution à l'énigme. Buffett n'a jamais détenu plus que quelques titres (v. annexe 1). Une grande part de sa fortune résulte en effet d'une demi-douzaine de titres qui lui ont fait réaliser des gains gigantesques. Pour la plupart des détenteurs de portefeuilles, typiquement surdiversifiés, les mots « quelques titres » dépeignent inadéquatement la situation. Par exemple, au cours des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, Buffett n'a détenu qu'une poignée de titres, et l'un, GEICO, comptait pour près de la moitié de la valeur de son portefeuille. Dans les années cinquante, GEICO comptait pour près des trois quarts de son portefeuille. Voilà un portefeuille concentré.

L'ASYMÉTRIE DES RENDEMENTS NÉGATIFS

PERTE INITIALE DE CAPITAL	GAIN SUBSÉQUEMMENT REQUIS POUR REVENIR AU POINT DE DÉPART	PROPORTION DU GAIN REQUIS PAR RAPPORT À PERTE SUBIE
(10 %)	11 %	111 %
(20 %)	25 %	125 %
(30 %)	43 %	143 %
(40 %)	67 %	168 %
(50 %)	100 %	200 %
(60 %)	150 %	250 %
(70 %)	233 %	333 %
(80 %)	400 %	500 %
(90 %)	900 %	1,000 %
(100 %)	Impossible	s.o.

Note : Il est crucial de comprendre que l'écart entre les pertes et les gains requis pour effacer celles-ci croît avec la sévérité des pertes. C'est ce que nous appelons l'asymétrie des rendements négatifs. Plus vous perdez plus il est difficile d'y remédier. Si vous perdez 100 % de votre avoir, c'en est fait.

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

Ainsi, le Président du conseil de Berkshire a formulé son objectif (de composer le capital à un taux supérieur), fixé un horizon à long terme pour réaliser son objectif, et il a ensuite à choisi « quelques titres » « infaillibles » pour bâtir son portefeuille. Soixante ans plus tard, il a accumulé une fortune de 40 milliards de dollars. Cela paraît simple, mais de toute évidence, Buffett a vraiment choisi ses « quelques titres » parmi les meilleurs des meilleurs. Comment ? Avec la plus grande minutie.

Buffett préfère conserver ses actions... indéfiniment

Buffett fait appel à un très haut degré de rigueur intellectuelle dans ses examens critiques d'occasions de placement, afin d'avoir l'assurance que son processus d'évaluation et de sélection mène sans défaillance aux meilleures décisions de placement possibles. Il a souvent dit qu'un investisseur devrait agir comme s'il était rationné à seulement 20 décisions de placement au cours de sa vie. Cela exige beaucoup du processus décisionnel et sans doute cela a-t-il quelque chose à voir avec le fait que Buffett s'est engagé à conserver indéfiniment plusieurs de ses sociétés, ménageant du coup son processus de sélection.

Cette approche diffère de façon marquée avec la pratique de la plupart des investisseurs. La plupart détiennent trop de titres différents, parfois à des fins de diversification ou encore tout simplement pour détenir le dernier titre vedette de l'industrie du placement. Plusieurs passent beaucoup trop fréquemment d'un titre à l'autre sans motif vraiment réfléchi. Ainsi, le volume des transactions et le roulement des fonds communs ont été démultipliés au cours des dernières décennies.

De nombreux investisseurs semblent croire qu'ils peuvent anticiper les mouvements du marché pour faire des opérations boursières à court terme. Cette notion illusoire procède de la croyance erronée que l'on peut réaliser des gains par des prises de décision à court terme plutôt que par la gestion des risques. Les piètres rendements à long terme de la plupart des fonds, de même que la tendance des clients à acheter au sommet et à vendre au creux (avec des résultats bien inférieurs à ceux des fonds dans lesquels ils investissent)ⁱⁱ démontrent que cette vision à court terme aboutit à l'échec.

Nous investissons sur la foi de théories concernant chacun de nos placements. Après avoir élaboré ce que nous croyons être une théorie sans faille concernant une société, incluant des prévisions sur les perspectives à court terme, nous avons constaté que nos prévisions à court terme sont fréquemment erronées. Les investisseurs axés sur la valeur, dont nous sommes, désignent ce phénomène par l'expression « être trop tôt » et c'est un aspect du marché qui irrite grandement les gens. Il demeure cependant que tant que notre théorie à long terme est correcte, le placement se comportera bien.

Il existe une grande différence entre l'incertitude et le risque

Pour sa part, le Prophète comprend la différence entre l'incertitude et le risque et il gère les risques en conséquence. Prédire la levée du soleil demain se situe près de la limite de nos capacités à prédire l'avenir. Personne ne peut prédire grand-chose avec certitude concernant l'avenir, même immédiat, dans le monde complexe et adaptatif où nous vivons. Buffett ne songe même pas d'essayer. Par contre, le risque peut être défini et géré efficacement, comme les résultats de l'approche de Buffett le démontrent. Le Président du conseil de Berkshire définit le risque comme étant la probabilité de perte permanente de capital. Les pertes, selon la règle numéro un, doivent être évitées à tout prix, car elles rendent le mécanisme de la composition des rendements inopérant. Étant donné que Buffett tient à détenir des actions de choix, il doit bien gérer les risques associés aux actions.

Les trois formes de risques liés aux actions

Pour les détenteurs d'actions, trois formes de risque ont le potentiel d'entraîner des pertes irrémédiables.ⁱⁱⁱ

1. *Le risque d'affaires ou de bénéfiques*: l'estimation de la capacité d'une société de générer des bénéfiques peut être trop élevée.
2. *Le risque bilanciel*: c'est le risque pour les actionnaires de subir des pertes suite d'une éventuelle incapacité de l'entreprise de refinancer des emprunts venant à échéance.
3. *Le risque d'évaluation*: c'est le risque de payer trop cher pour acquérir un placement.

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

« Prédire la pluie ne compte pas, l'important c'est de bâtir des arches. »

Afin de réduire la première source de risques, le Sage s'applique à ne sélectionner que les seules très rares sociétés dont il estime que le risque d'affaires ou de bénéfices à long terme est aussi près que possible de zéro. Quant à son estimation des facteurs risque et incertitude rappelons-nous du principe de Noé formulée par Buffett : « Prédire la pluie ne compte pas, l'important c'est de bâtir des arches. ». Tout comme pour les prévisions de la météo, les conditions économiques demeureront toujours incertaines ; il investit donc dans des sociétés qui sont solides et capables de s'adapter aux changements qui ne manqueront pas de se produire dans l'environnement où elles exercent leur activité et ainsi demeurer prospères.

Identifier les meilleures sociétés parmi toutes celles qui excellent n'est pas chose facile. La prédilection du Sage de ne retenir qu'un très petit nombre d'entreprises constitue un énorme avantage dans cette démarche. Évitant les fréquentes distractions qu'amène le feu de l'action pour les fonds surdiversifiés et les fonds dont le contenu change constamment, Buffett peut se concentrer et vraiment comprendre en profondeur les quelques entreprises, ses « arches », qui résisteront aux épreuves du temps. Il intègre ces entreprises à son cercle de compétence, c'est-à-dire dans une zone à l'intérieur de laquelle il s'applique à acquérir une véritable et profonde connaissance. Vu le nombre restreint de titres que contient son portefeuille, le cercle de compétence de Buffett peut ne pas être très vaste, mais il ne manque pas de profondeur.

Au nombre des « arches », on compte des sociétés bien dirigées dont les produits de marques dominant des marchés caractérisés par des produits qui ne changent pas. Buffett sait très bien que des sociétés, telles que Coca-Cola ou Wrigley's vont encore générer d'abondants bénéfices dans 10 ou 20 ans. Il peut également être certain qu'aucun autre chemin de fer ne sera construit pour rivaliser avec Burlington

Northern Santa Fe et en compromettre la haute rentabilité.

Quant à la seconde source de risque, celle des risques bilanciaux, la règle absolue du Prophète de n'investir que dans des « arches » lui confère une ample protection. Par définition, les sociétés qui se qualifient pour figurer dans le cercle exclusif des « arches » jouissent de bénéfices stables et de flux financiers élevés qui minimisent les risques bilanciaux.

Patienter peut impliquer d'attendre pendant des décennies

Pour ce qui est de la dernière source de risques, celle des évaluations, le président du conseil de Berkshire semble bien avoir la patience légendaire de Job. Il lui a parfois fallu patienter pendant deux décennies avant que l'occasion d'investir dans une « arche » qu'il avait identifiée se matérialise. C'est le prix à payer pour ne pas acheter un titre trop cher et pour éviter d'en diluer le rendement ou, pire encore, de violer la règle numéro un de Buffett et subir l'extinction totale du placement.

L'auteur du livre *The Black Swan*, Nassim Taleb disait « En science, il vous faut comprendre l'univers ; en affaires, vous comptez sur la mécompréhension des autres. »^{iv} La philosophie de placements axés sur la valeur étant fondée sur l'évaluation d'entreprises, les erreurs que commettent les autres investisseurs concernant la valeur de certaines entreprises ont pour effet de susciter les occasions de placement dont le Sage tire avantage. Il sait mieux que quiconque choisir ses entreprises et quand elles sont sous-évaluées et peuvent être achetées. C'est là sa principale préoccupation.

Il a aussi la patience d'attendre. À deux reprises, Buffett a attendu 20 ans pour faire un placement dans la société d'assurances GEICO. Il faut ce genre de patience pour accumuler une fortune.

UNE ÉPREUVE DE PATIENCE — GEICO

Le cheminement de l'achat d'actions de GEICO illustre bien l'approche de Buffett.^v C'est en 1951, alors qu'il étudiait les placements axés sur la valeur sous la tutelle de l'illustre Ben Graham au Columbia Business School à New York, que Buffett découvrit la société. Constatant que Graham présidait le conseil d'administration d'une société nommée Government Employees Insurance Company (GEICO) et, sans en savoir plus, Buffett prit l'initiative de se rendre par train au siège social de GEICO situé à Washington DC un samedi matin.

Bien que les bureaux étaient fermés, Lorimer Davidson, le vice-président finance de la société était sur place et un garde de sécurité l'informa qu'un étudiant de Ben Graham se présentait pour visiter. Davidson décida alors de consacrer cinq minutes de son temps à ce visiteur. La visite finit par durer quatre heures et à l'issue de la rencontre, Buffett avait acquis une bonne compréhension de ce en quoi consistait l'activité des sociétés d'assurances et l'avantage concurrentiel particulier dont jouissait GEICO au sein du secteur.

Le Sage tira deux importantes leçons ce samedi-là. Tout d'abord, il comprit l'important avantage qui découle de l'utilisation de « l'argent appartenant à quelqu'un d'autre ». Les sociétés d'assurance perçoivent des primes lorsqu'ils vendent un produit et ils n'ont à faire des déboursés que plus tard dans le futur, lorsque des clients présentent des réclamations. Entre temps, les assureurs peuvent utiliser pour leur propre bénéfice les sommes reçues en paiement des primes. C'est ce que l'on nomme le « fonds de caisse » et peut constituer une source de financement sans frais, voire même encore mieux si les opérations d'assurance sont rentables. Depuis ce moment de révélation, Buffett se la coule douce grâce à ce concept.

Ensuite, le légendaire investisseur du Nebraska comprit que GEICO jouissait d'un avantage concurrentiel durable,

une sorte de douve qui entourait la forteresse économique qu'était l'entreprise. Cela est très rare dans le secteur des services financiers où les produits offerts sont essentiellement des produits non différenciés.

En commercialisant ses produits d'assurances uniquement par ventes directes sans recourir à des agents auxquels de fortes commissions devraient être versées, le coût des ventes de GEICO se trouvait bien inférieur à celui de ses concurrents. En ne vendant qu'à des employés du gouvernement qui, collectivement, présentaient beaucoup moins de réclamations que l'ensemble de la population, le coût des réclamations de GEICO était bien plus bas que la moyenne du secteur. Avec ses frais de ventes et de réclamation inférieurs, GEICO pouvait offrir ses produits à des prix très compétitifs par rapport à ceux de ses concurrents, tout en réalisant d'abondants bénéfices pour ses actionnaires. Les bas prix de GEICO rendaient ses produits imbattables et de plus en plus recherchés par un nombre sans cesse croissant d'employés du gouvernement.

Bien qu'en 1951 la part de marché occupée par GEICO dans le marché des assurances automobile n'était que de 1 %, elle grandissait alors rapidement. Les employés de gouvernements constituant une bonne part du marché potentiel et Buffett pouvait raisonnablement imaginer que GEICO allait poursuivre sa croissance pendant plusieurs décennies. Il flaira ainsi la bonne occasion (v. annexe 2).

Pour le Prophète, la composition du capital c'est comme faire rouler une boule de neige. « L'important c'est de trouver de la neige collante et une longue pente. »^{vi} GEICO ne manquait ni de l'un ni de l'autre. Dès le lundi matin suivant sa visite chez GEICO à Washington, Buffett liquida les trois quarts des titres de son portefeuille pour acheter des actions de GEICO qui devint alors son plus gros placement, et ce, par une vaste marge.

POUR LE PROPHÈTE, LA COMPOSITION DU CAPITAL C'EST COMME FAIRE ROULER UNE BOULE DE NEIGE. « L'IMPORTANT C'EST DE TROUVER DE LA NEIGE COLLANTE ET UNE LONGUE PENTE. » GEICO LES POSSÉDAIT.

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

Le président du conseil de Berkshire vendit ce placement dans GEICO au milieu des années cinquante, réalisant du coup un fort gain. Il avait à cette époque trouvé un autre titre de qualité qui se négociait à un prix trop bas pour être ignoré. Buffett n'en continua pas moins de suivre de très près le titre de GEICO dans l'espoir de pouvoir le racheter au rabais à nouveau. Une telle occasion se présenta en 1976.

Au début des années soixante-dix, la direction de GEICO commit deux erreurs dans sa quête de « croissance à tout prix », ce qui eut éventuellement pour effet de plomber dramatiquement le cours du titre. Tout d'abord, en vue d'élargir son marché, l'entreprise entreprit de vendre des produits d'assurance à tout-venant plutôt qu'aux seuls employés du gouvernement. Ensuite, les prix des produits ont été fixés trop bas dans l'espoir de stimuler la croissance. L'effet conjoint de ces deux erreurs fut catastrophique pour l'entreprise qui déclara une énorme perte en 1976 et congédia son équipe de direction. L'action chuta à 2 \$, par rapport à un sommet antérieur de 61 \$. Après avoir suivi GEICO pendant vingt ans, le Sage saisit alors l'occasion d'acheter qui se présentait.

Jack Byrne, un chef de la direction éprouvé du secteur des assurances, fut recruté pour relancer l'entreprise dans

son unique secteur originel des assurances pour les employés de gouvernements. Ce redressement d'entreprise présentait des défis comme c'est généralement le cas, toutefois, Buffett savait que le plan d'affaires original de l'entreprise était un joyau caché au sein de GEICO. Il acheta autant d'action qu'il lui fut possible de le faire et, après avoir investi 47 millions de dollars, il détenait 48 % de GEICO, représentant environ le quart de son portefeuille de placements.

Avec la bonne équipe de gestion en place et une longue pente de neige mouillée pour créer une encore plus énorme boule de neige, notre légendaire investisseur du Nebraska conserva ses actions cette fois-ci. Avec la croissance de son portefeuille, il souhaitait augmenter sa position dans l'entreprise. Ce n'est qu'en 1995, près de 20 ans plus tard, que Buffett acheta pour la somme de 2,3 milliards de dollars le 52 % des actions de GEICO qui lui manquait. On doit noter qu'il réalisa cette transaction en payant avec des actions de Berkshire Hathaway qui avaient doublé en valeur au cours des deux années précédentes. Quarante-quatre ans après sa découverte et son placement initial dans cette « arche », Buffett possédait finalement la totalité d'une entreprise exceptionnellement bien avantagée et sans cesse croissante. C'est ainsi que se bâtissent les fortunes.

Alors, que pouvons-nous apprendre de l'extraordinaire succès du président du conseil de Berkshire pour l'appliquer à notre propre processus de placement ? Il a clairement défini son objectif de placement : la croissance à long terme de son capital. En établissant son horizon de placement suffisamment à long terme, il comprit que cela ne pouvait être réalisé que par des placements dans des actions qui ne lui feraient pas subir de pertes. Bien que cela paraisse trop paradoxal pour être réaliste, Buffett a réussi cette quadrature du cercle en comprenant et en gérant exceptionnellement bien les risques liés aux actions.

Le Prophète a réussi à identifier quelques-unes des rares sociétés qui ne présentent que d'infimes risques

d'affaires à long terme, de revenus, ou de bilan. Il a également su être patient — parfois des décennies — jusqu'à ce que les titres qu'il convoite deviennent suffisamment bon marché pour ne plus présenter de risque. Après 60 ans de mise à l'épreuve de la méthode, une fortune de 44 milliards en atteste la valeur.

Même si 44 milliards de dollars ne sont pas à notre portée, la possibilité de remplacer notre confusion par une vision claire justifie un examen sérieux des leçons de placement de Buffett. Avec un plan à long terme, un nombre restreint de titres détenus qui ne comportent que des sociétés minutieusement choisies, et avec de la patience, de meilleurs résultats seront atteints et la tranquillité d'esprit s'installera à demeure.

i Forbes, *The World's Billionaires*, Magazine Forbes, 26 mars 2012

ii BOGLE, John, *The Mutual Fund Industry 60 Years Later: For Better or Worse?*, Financial Analysts Journal (janvier/février 2005) : Vol. 61, N° 1

iii MONTIER, James, *Clear and Present Danger: The Trinity of Risk*, Mind Matters, Société Générale Strategy Research, 27 janvier 2009

iv TALEB, Nassim, *The Bed of Procrustes: Philosophical and Practical Aphorisms*,

Random House, 2010

v SCHROEDER, Alice, *The Snowball*, Bantam Books, 20089

vi SCHROEDER, Alice, *The Snowball*, Bantam Books, 2008, couverture arrière *La Perspective de Burgundy*

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

ANNEXE 1

La société de portefeuille Berkshire Hathaway a détenu un portefeuille d'actions très concentré au cours des trente années allant de 1980 à 2010 ; ses deux plus grands blocs d'actions ont constitué entre 58,7 % et 93,1 % du portefeuille au cours de cette période, ce qui est fort considérable.

Source : Rapports annuels de Berkshire Hathaway

LES 5 PLUS GRANDES POSITIONS EN 1980

GEICO	19,9 %
General Foods	11,3 %
Handy & Harman	11,0 %
SAFECO	8,5 %
Washington Post	8,0 %
Total	58,7 %

1985		1990		1995	
GEICO	49,7 %	Coca-Cola	38,2 %	Coca-Cola	33,7 %
Washington Post	17,1 %	Capital Cities/ABC	24,2 %	Gillette	11,4 %
Capital Cities/ABC	9,1 %	GEICO	19,5 %	Capital Cities/ABC	11,2 %
Beatrice	9,0 %	Washington Post	6,0 %	GEICO	10,9 %
Affiliated Publications	4,4 %	Beatrice	5,1 %	American Express	9,3 %
Total des 5 titres	89,3 %	Total des 5 titres	93,0 %	Total des 5 titres	76,5 %

2000		2005		2010	
Coca-Cola	32,4 %	Coca-Cola	17,3 %	Coca-Cola	21,4 %
American Express	22,1 %	American Express	16,7 %	Wells Fargo	18,1 %
Gillette	9,2 %	Wells Fargo	12,8 %	American Express	10,6 %
Wells Fargo	8,2 %	P&G/Gillette	12,4 %	P&G/Gillette	7,6 %
Washington Post	2,8 %	Moody's	6,3 %	Kraft	5,0 %
Total des 5 titres	74,7 %	Total des 5 titres	65,5 %	Total des 5 titres	62,7 %

ANNEXE 2

Croissance des polices d'assurance de GEICO de 1950 à 2010

Lorsqu'il fit son premier investissement dans GEICO en 1951, Warren Buffett avait le sentiment d'avoir découvert une entreprise à très haut potentiel de croissance ; or, il ne se trompait pas. L'histoire nous montre que peu de sociétés réussissent à soutenir sur

une période de 60 années d'exploitation un taux de croissance composé de 7 % par année de leur volume de ventes. Mais la valeur de GEICO a progressé à un taux beaucoup plus rapide grâce à la compétence de ses dirigeants (et plus tard de celle de Buffett) pour investir les fonds de caisse sans cesse croissants de la société.

	1950	2010	TAUX DE CROISSANCE COMPOSÉ ANNUELLEMENT
Nombre de polices d'assurance	143 944	plus de 10 millions	7,3 %

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY



**GESTION D'ACTIFS BURGUNDY
A POUR RÔLE DE PROTÉGER ET DE FAIRE
CROÎTRE LE CAPITAL DE SES CLIENTS**

**NOUS NOUS DÉDIONS À RÉALISER DES
RENDEMENTS À LONG TERME SUPÉRIEURS
ET À OFFRIR UN SERVICE EXCEPTIONNEL**



GESTION D'ACTIFS

BURGUNDY^{MD}

ASSET MANAGEMENT

Bay Wellington Tower, Brookfield Place, 181 Bay Street
Bureau 4510, C.P. 778, Toronto, ON M5J 2T3
T : (416) 869-3222
Sans frais : 1 (888) 480-1790
Fax : (416) 869-1700

1501, avenue McGill College
Bureau 2090, Montréal, QC H3A 3M8
T : (514) 844-8091
Sans frais : 1 (877) 844-8091
Fax : (514) 844-7797

info@burgundyasset.com
www.burgundyasset.com