

דעתי האישית בלבד. אינה בגדר המלצה.

שתי דבר שחשובים לדעתי אולי להסבר ברגע הזה. אחד הוא משמעות שם הקבוצה בלתי מנוצחים והקבוצה הזאת עצמה. בתחילת תקפת הקורונה היה סוג של גילוי מיינסטרים של שווקי ההון. המון ניתחו את התופעה הזאת לפני למה פתאום זה קורה, בכל אופוריה של השווקים (גלברייט' אפילו כתב על זה כמה ספרים). כמה חברים שלי התחילו לדבר על הנושא, וחלקית כדי לשמור על רמת שפיות, וגם בשביל להשכיל אותם פתחתי את הקבוצה הזאת והתחלתי לשתף. השם בלתי מנוצח נילקח בתור מחווה לכתבה של דה מרקר על הסחרור השוק הסיני שהתפוצץ אף הוא בקורונה ולא התאושש מאז. היה צעיר סיני שצוטט בכתבה, שהוא מרגיש בלתי מנוצח. השם, לא נועד כדי לתאר את הקבוצה או מה שאני חושב על עצמי. להיפך, הוא נועד אולי לשם תזכורת שסופו של כל בלון זה או לאבד אוויר לאט לאט או להתפוצץ. בשפה הישראלית הייתי מתאר בלון, או בועה במילה הפופלארית היום קונספציה, שהיא מילה שזורקים כאן ימינה או שמאלה. המטרה של שם הקבוצה, הייתה להזכיר שבכל רגע ולא דווקא ביום כיפור, אדם צריך לשאול את עצמו איזה בלונים, קונספציות או בועות אני לוקח בהם חלק כרגע. איפה אני טועה, ואיפה אני טועה בענק?

דיברתי בפעמים הקודמות על שתי דברים שהם אולי הכי חשובים. לדעתי בבסיס והמהות שלהם. הראשון הוא התנתקות מהאחר ומהסביבה. אנחנו אף פעם לא מקבלים תמונה מלאה. כולנו רוצים הכל. החיים לא עובדים ככה. התעסקות בדשא של השכן יכולה רק להזיק. הדבר השני לאחר שמבינים שהמטרות והחיים של אחרים לא רלוונטיים כלפי, מאפשרת הסתכלות פנימית ושיחה כנה מה אני רוצה, על מה אני מוכן לוותר?

בעברית שגורות מספר פתגמים. איזהו העשיר? השמח בחלקו. זה משפט יפה. ובעיסוקי בלתי מנוצחים, הייתי אומר שאדם שלא האוייב של עצמו, יהיה בלתי מנוצח.

ולפני שאנו מתלהבים מעצמנו, כמו שפופלארי בתרבות היהודית לחשוב שאנחנו מבריקים ונבחרים הנה עוד כמה משפטים יפים ששוים מחשבה:

When there is no enemy within, the enemy outside can do you no harm

A house divided against itself will not stand.

והם נכונים גם שאנחנו מתעסקים עם עצמנו, וגם שאנחנו מתעסקים עם אנשים אחרים. נקרא לעבודה הזאת או התעסקות הזאת עם אנשים אחרים שותפות. לאנשים יש נטייה באופן טבעי לחשוב שיש הפרדות בין דברים שונים. אם הייתי אומר שבבסיס ובמהות של השקעה בחברות, של להיות אזרח של מדינה וזוגיות היסודות של שלושת הדברים הנ"ל הם זהים, כנראה הייתם חושבים ש"i fell off my rocker", בקיצור, שהשתגעתי. אבל זה בדיוק העניין. בשלושתם אנחנו שותפים עם אנשים אחרים, למען מטרה משותפת, למען חזון מסויים. בכולם יש לנו מגוון רחב של אינטרסים, ולפעמים הם מנוגדים לאינטרסים של אנשים אחרים. בשותפות מוצלחת מצליחים להתפשר ומתקדמים יחד למרות הזמנים הקשים למען טובת הכלל.

תרבות היא דבר חשוב, אולי בעיני, הדבר החשוב ביותר במסגרת של כל אחד מהשותפויות הללו. תרבות היא לא רק מה אנחנו עושים, אלא היא גם הדרך בה עושים את זה. לכן לפני שמבינים מה אני רוצה מהשותפים שלי, חייב להבין מה חשוב לי. על מה אני לא מוכן להתפשר, ועל מה כן אני מוכן להתפשר. זה דורש תהליך שנקרא באנגלית Self Reflection. זה תהליך בו אנחנו משקפים לעצמנו את ה"מציאות" ואמורים להתעמת איתה. לפני יום הולדת השלושים שלי עברתי שבוע קשה נפשית, בו היה מעין שיקוף על החיים שלי עד אותו הרגע ומה אני רוצה הלאה. לקח לי קצת זמן להבין שזה קשור לגיל 30, ושאמרת את זה לאבא שלי הוא ענה לי חזרה "30 is the easiest birthday of all the hard birthdays". כנראה שעוד כמה שנים צפוי לי שבוע קשה עוד יותר. הדבר הזה פוגש אותנו תרבותית לא רק בימי הולדת אלא גם בשנה חדשה.

בשנה העברית יש משהו מעניין. השילוב של ראש השנה ויום כיפור אחד אחרי השני לא קיים במקומות אחרים. אני מסרב להאמין שזה בגלל שאנחנו העם הנבחר. אני חושב שלכל עם יש דברים שמייחדים ובאים לטובתו או לרעתו. אבל הדגש הזה של הסתכלות קדימה אל שנה חדשה שחובקת את כל הדתות והעמים זה New Year Resolution. כולנו אומרים אני אעשה את X טוב יותר. דיאטה, כושר וכו'. התהליך הזה הוא תהליך של מחשבה עצמית. היהדות מוסיפה על כך. היא נותנת עשרה ימים של לחשוב על החטאים, על הרע, ואז במקום לתת לנו להתחיל את התהליך של השיפור עצמי והצמיחה אנחנו קופאים למשך 25 שעות ואמורים לחשוב על כל הדברים הלא טובים שעשינו בשנה שעברה כלפי אחרים. הדבר תמוהה קצת מצד אחד. הרי,

אם תכננו תוכניות (שזה טבעי לבני אדם ופסיכולוגי) לשנה החדשה, הרי התהליך הזה בוצע עם מחשבה של מה אפשר לשפר ולהשתפר. הוא חד משמעית מלווה בחטאים עצמיים. כיפור ברעיונו נועד לחשוב על חטאים כלפי אלוהים והסביבה. ונשאלת השאלה האם הדברים הללו לא חופפים? אם החטא כלפי אדם שהוא מעשן הוא כלפי בריאותו שלו, הוא לא פוגע גם בסביבה שלו בכך שהוא יהיה חולה? או שימות בגיל צעיר? למה השאלות האלו לא כוללות מה אני עושה רע לעצמי?

ביהדות יש איזה דגש מאוד גדול בחטא בין אדם לחברו ובין אדם לאלוהים. היא מפספסת גם את החטאים של אדם כלפי עצמו.

אני חושב שהחטאים המסוכנים ביותר הם החטאים הקטנים, שאנחנו לא שמים לב אליהם, שנמשכים לאורך זמן. כמו שמאמן הפוטבול דיק ורמיל אמר בעבר "It's all about doing the little things right".

ובמילים של וורן באפט

The chains of habit are too light until they are too heavy to lift

הרגלים, הם בעצם התרבות העצמית שלנו. הם מה אנחנו עושים וגם איך אנחנו עושים את זה. והרגלים זה הדבר הכי הכי חשוב. אני מכבד פעולות שמבוצעות אם יש מחשבה לפני כן. ההרגלים הבעייתיים ביותר הם לא רק אלה שפוגעים בנו, אלא הם אלה שאנחנו לא עצרנו ושאלנו את עצמנו למה אני עושה את זה ככה. וזה קיים בכל דבר שאנחנו עושים. זה מתיש. אבל כל דבר שאני עושה, אני משתדל לחשוב על מה אני עושה, למה ואיך לעשות את זה כדי לתת את התועלת הגבוהה ביותר לאורך זמן. וזה מה שאני רוצה מהשותפים שלי. בין אם זה בת הזוג שלי (שאני אומר לה תמיד, אין לי שום בעיה שתעשי משהו שאני לא אוהב או שאני לא אסכים עם זה, אם עצרת וחשבת על זה לפני, לקחת את זה בחשבון, והחלטת שהחלטה שאת עומדת לקחת היא ההחלטה הנכונה בשבילנו בתור זוג, ואת מוכנה לשאת בתוצאות, או שאנחנו נוכל להתמודד עם התוצאות אם זה לא יצא על הצד הטוב, או שזה יכשל. אחרי הכל אני לא מושלם ואני גם טועה, והרבה. ולכן הפרטנרים שלנו אמורים להיות חכמים יותר במיוחד איפה שאנחנו חלשים יותר) או בין אם זה שותפים עסקיים שלי.

בעלי מניות הם שותפים לעסק, ובעלי מניות הם פסיפס מורכב. מפני שמגיעים מכל מיני צורות ועם אינטרסים שונים. להבדיל מבעלי אג"ח שההבדל העיקרי ביניהם הוא רמת הסניוריטי.

אז אני עוצר פה רגע, ואני חייב להסביר טיפה על אג"ח. כי אי אפשר להבין את שוק ההון לפני שמבינים את שוק האג"ח.

משקיעי אג"ח למרות אינטרסים שונים וסיבות שונות, רוצים את הכסף שלהם חזרה לפי הזמן והריבית שנקבעה מראש. הרבה מאוד דברים סגורים בתוך נייר הערך עצמו מראש. משך זמן ההשקעה ידוע מראש. הסדר בה בעלי אינטרסים שונים מקבלים את ההחזר שלהם ידוע מראש (בין אם העסק מצליח לעמוד בהתחייבויות שלו ובין אם הוא עובר פשיטת רגל ויש חלוקה של הנכסים). השקעה באג"ח היא זהה למתן הלוואה. אין כל כך מה להתסכל על נותני הלוואות אחרים לעסק. העסק עצמו ורשויות החוק הוא מה שמעניין. לכן לתת הלוואות (בצורה של אג"ח היא לכאורה משהו פשוט יותר. ולכן המשקיע מקבל את זה שכל ההפתעות יבואו לרעתו. התרחיש הטוב ביותר שהעסק יעמוד בהתחייבות שנקבעה מראש. במידה ויש אולי הורדות ריבית במשק בו העסק נמצא המשקיע יכול למכור את האג"ח במחיר מסויים שהוא בין גובה הלוואה המקורי לסכום הכולל שהוא היה מקבל ממשך הלוואה לאורך חיי האג"ח כדי "להיפגש" עם חלק מהרווחים מוקדם יותר). להעלאת ריבית במשק, אין באמת השפעה שלילית על משקיע האג"ח (אלא אם הוא נאלץ לממש את האג"ח שלו). העלאת ריבית הופכות בעצם את האג"ח ברשותו לשווה פחות, כי אפשר לתת הלוואה בריבית טובה יותר ממה שהיה לפני. במקרה הזה, משקיע האג"ח יכול לנסות למכור את האג"ח שלו במחיר זול (ובכך הוא בעצם מפסיד קצת כסף) כדי לקחת את הכסף ולעמוד בהתחייבויות שיש לו, או להשקיע אותו מחדש בריבית גבוהה יותר.

למי שעוקב בכותרות של עיתונים אולי זוכר שלפני יותר משנה היה בנק בארה"ב שנקרא Silicon Valley Bank. הבנק השקיע המון המון כסף באג"ח בריבית מאוד נמוכה. שהעלו ריביות בארה"ב לבנק היה אפשרות, או לממש את האג"ח בהפסד או להחזיק באג"ח עד שהם יקבלו את הכסף שלהם חזרה (וככה הבנק לא היה צריך לדווח על הפסדים). המנכ"ל בשל סיבות שנדבר עליהם מאוחר יותר היום (כבעל אינטרסים) החליט שלא בא לו לדווח הפסדים אז הוא לא רצה שהבנק ימכור את האג"ח. לקוחות הבנק הסתכלו בדוחות של הבנק

וראו את הפער האסטרונומי בין כמות ההפקדות לבנק (שזה כסף שהבנק חייב לבעלי החשבונות בבנק שלו) לבין כמות המזומן שלו, וכמות האג"ח בריבית המינימלית שהוא החזיק. הלקוחות הריחו את העובדה שהוא פגיע. הפקדות בחשבונות בנקים בארה"ב היו מגובות ועדיין מגובות לפי החוק עד 250000. לקוחות הבנק החזיקו חשבונות עם הרבה יותר כסף מ-250 אלף. אז הם החלו למשוך את הכספים. מנכ"ל הבנק ברוב יהירותו וטיפשותו ובעיקר חמדנותו לא הנזיל את האג"ח הממשלתי שהיה ברשותו (כי הוא לא רצה לדווח הפסדים שהיו פוגעים זמנית בביצועי המניה ובכך בתגמולים שלו). לקוחות הבנק החלו למשוך יותר ויותר כספים, עד שהיה ברור לחלוטין כמה דברים הבנק לא יעמוד בקצב של המשיכות ולא יספיק להנזיל בזמן כדי לעמוד בסך ההפקדות אם ימשכו את כולם (לזה קוראים A Bank Run שבו כביכול לקוחות הבנק רצים אל הבנק ומושכים את כל מה שיש להם מחשב הבנק יפשוט רגל ולא יקבלו חזרה את הכסף שלהם). אם הבנק היה מנסה להנזיל את כל האג"ח שיש לו (שאלוהים יודע אם היה מספיק זמן לזה, וכנראה שלא) זה היה יוצר זעזוע בשוק האג"ח, והיה חשש כבד שהדבר הזה יתחיל להתפשט בבנקים הבינוניים והקטנים בארה"ב (זה Contagion) ולכן הרשויות הפדרליות בארה"ב התערבו. (בנק אוף אמריקה גם הוא מחזיק אג"ח כזה וקיימים אצלו "הפסדים" על הנייר כאלה בדיוק כמו SVB. זה הסיבה למה אני לא השקעתי בהם שהחלטתי להשקיע בבנקים והסיבה העיקרית לדעתי למה וורן באפט מנזיל את האחזקה שלו בבנק אוף אמריקה, למרות שאף אחד לא יודע מה הסיבה האמיתית... אני מדבר על בנק אוף אמריקה מאוחר יותר).

למה SVB הוא סיפור שחשוב לנו? הוא מדגים את המורכבות של העסקים שיש לנו בעולם. הרבה חברות בינלאומיות מחזיקות ניירות ערך כזה או אחר לצורך ניהול הכספים שלהם (בעיקר חברות בינלאומיות מאוד גדולות שהן מנסות לנטרל סיכונים מט"ח). הוא מדגים את הרגישות של עסקים (אם הבנק היה פושט רגל, וממשלת ארה"ב הייתה מחליטה לא לגבות מעל 250000 דולר, העסקים שהפקידו כסף בבנק היו מפסידים את הכסף. נכס הכי בטוח (מזומן) היה גם הוא בסיכון שהרוב לא חושבים עליו בכלל. ולמי שירצה לצלול יותר לסיפור הוא מדגים היררכיה של בעלי אינטרסים בבנקים: מפקידי כסף בראש, לאחר מכן משקיעי אג"ח שנתנו לבנק הלוואות ורק בסוף בסוף בעלי המניות. לכן נתני הלוואות חייבים לקחת בחשבון מראש, במידה והעסק שאני מלווה לו לא יעמוד בהתחייבות שלו כלפי, האם יש בעלי עניין שמגיעים בסדר היררכי (שנקרא Seniority. יש אג"ח שהוא Junior לאג"ח אחר, כלומר נמוך יותר בהיררכיה, או לחילופין senior, גבוה יותר בהיררכיה). בעלי מניות, אם נשאר משהו בכלל במהלך פשיטת רגל, מקבלים אחרונים. וגם פה יש רמות שונות לפעמים במניות מסויימים. אם למניות של חברה מסויימת יש מניות B או C אז עלול להיות Class מסויים סניוריטי בהיררכיה של ההנזלה על פני סוג אחר של מניות. זה דברים שחשוב לבדוק אותם.

ואג"ח זה עוד קל. זה קונספט שבמישור הראשון נראה קשה יותר (ולכן יש טעות ענקית לחשוב שבשוק האג"ח נמצא Smart Money) אבל המהות שלו פשוטה יותר. זה איזור שבו יש שליטה גבוהה יותר על רמת הסיכון שהמשקיע לוקח. ועל סיכון כרגיל אני מפנה ל-Howard Marks שגם מתן הלוואות הוא ההתמחות שלו (יש המון תוכן שלו ביוטיוב ושתי ספרים מעולים שאני חוזר עליהם באופן קבוע, מאוד מומלץ).

אז לסיכום, ההלוואה ניתנת לזמן מסויים בריבית מסויימת. ההפתעות יכולות להיות רק רעות. ובמידה שיש הפתעה רעה, מה שמעניין הוא למי יש בכירות לנכסים במהלך של פשיטת רגל.

לבעלי מניות יש משחק אחר לחלוטין. יש כאלה שלא רוצים מזומן בכלל, ורוצים שכל הכסף יושקע חזרה לצמיחה או רכישה חוזרת של מניות. יש כאלה שרוצים דיבידנדים, והיו מעדיפים דיבידנד גבוה יותר מחברה מסויימת ויש כאלה שהיו שלמים עם הקטנה של הדיבידנד הנוכחי לצורך שימוש במזומן למשהו אחר. יש כאלה שהיו שמחים Buyout ויש כאלה שחושבים שלמכור חברה מוקדם מדי יהיה נוראי. האינטרסים באים לידי ביטוי בצורה צורמת יותר. ואם זה לא מספיק, אפיק הזמן למשך ההשקעה הוא כביכול אינסופי. בעלי המניות שנמצאים בחברה מסויימת עלולים היו להשקיע שם עוד מראשיתה, לפני עשור, יומיים. הם עלולים למכור את כל האחזקה שלהם עוד שעה, עוד עשרים שנה, או לעולם. אז כל הביטחון של אג"ח בכך, שאתה יודע מה הוא משך הזמן, אתה יכול להעריך את בעלי האינטרסים שקודמים לך (כלומר אך ורק משקיעי אג"ח בעלי סניוריטי גבוה ממך). בעלי האג"ח מקבלים את החזר שלהם לפני דיבידנדים, לפני בונוסים. ברגע שעסק לא יעמוד בתשלום הוא יפשוט רגל. משקיע אג"ח מעניין אותו שלוש דברים. תזרים מזומנים, הנכסים שאפשר להנזיל אותם במידה והעסק פושט רגל (מפספס תשלום אחד או מכריז על פשיטת רגל ברגע שהוא מבין שהוא לא יוכל לעמוד בתשלומים), ובסדר היררכיה בזכאות שלו לנכסים שמונזלים בתהליך פשיטת הרגל. אג"ח ממשלתי זה אותו דבר, רק במקום עסק מדובר במדינה. למדינה אין בעיה של תזרים מזומנים כי היא יכולה להדפיס לעצמה מזומן, ולכן אג"ח ממשלתי נחשב בטוח יותר (למרות שבמקרה כזה יש אינפלציה ואנשים עלולים להפסיד כסף גם בהבדלי מט"ח אם הם ממדינה אחרת).

בעלי המניות צריכים לחשוב ולדאוג מהכל. בדיקה של סוג בעלי המניות הוא דבר שכמעט אף אדם לא מסתכל עליו ובעיני זה בדיוק איפה שצריך להתחיל. כמו שלא תפתח עסק עם אדם שאתה לא שותף איתו ברעיון לדרך שהחברה צריכה לעבור, ככה לא צריך להיכנס לעסק שבה אתה לא תרגיש הסכמה עם בעלי המניות. ברקשייר האתאוווי היא הדוגמה הבהקת ביותר לכך. בעלי המניות היו בעבר 2 סוגים מסויימים של אנשים. אלה שגרו באומהה או במידווסט והצלחתו של וורן באפט עברה מפה לאוזן, או המעטים שהצליחו לזהות את היכולות שלו דרך הבורסה, דוחות שנתיים, וקצת עיתונים. בעידן האינטרנט התווסף אליהם זן חדש יותר של משקיעים המתרכז יותר בנושא(מהמילה לשאת) הבשורה מאשר בבשורה עצמה. הדבר היה בדיוק מה שהפריע לי בפגישת בעלי המניות באומהה. אנשים היו אובסיביים יותר לוורן באפט עצמו מאשר למסרים שלו. הדבר הוא מאוד נוצרי בתכלית רעיונו. כמו סגידה לישוע והתעלמות מוחלטת מכל מה שהוא אי פעם אמר. אז אמנם קהל המאמינים לא מתעלם מהדברים שוורן באפט אומר, אבל הם לקחו אותו ברמת הפשט ולא ברמת ההבנה העמוקה, אבל כל זאת נושא שיחה ליום אחר. יש גם סוג רביעי שזה כל הקרנות למיניהם שמחזיקות בברקשייר. או שמנהלי הקרנות נמנים בעיקר עם 2 הקבוצות האחרונות או אלה הקרנות למיניהם שמחזיקות על אוטומט. האוורד מארקס כתב פעם משהו על מה עושה את וורן באפט וורן באפט. והדבר האחרון שהוא הוסיף, שהוא משהו מאוד חשוב זה שאי אפשר לפטר אותו. העניין, זה שאני בטוח שבעלי המניות לא היו רוצים גם לעולם לפטר אותו (אני חושב שהוא היה צריך לפרוש כבר, ואני בדיעת מיעוט בקרב בעלי המניות.... אבל זה נושא אחר).

אז למה בעלי המניות לא היו רוצים לפטר את וורן באפט? בואו נדבר על עסק, מבחינת בעלי המניות. עוד פעם, זאת דעתי האישית, ואני משתף פה את המחשבות שלי שמלוות אותי והפילוסופיה שלי.

היזם, הוא הדבר הכי חשוב בעסק. ליזמים יש כוח והשפעה מיתולוגית, ואת ההשפעה שלהם אפשר להרגיש גם עם הם אינם בעלי המניות העיקריים בעסק. ביל גייטס, ג'ף בזוס, ג'ק מא הם דוגמא. הם מזמן לא בעלי המניות העיקריים בעסקים שלהם, הם לא מנהלים של החברות אותם הקימו. אבל לריאיון אחד שלהם על העסק אותו הקימו יש השפעה עצומה. היזם בגדול מתחלק לשתי סוגים, זה שהכסף יותר מעניין אותו, וזה שהעסק יותר מעניין אותו. וורן באפט אומר את זה בגלוי שהדבר הראשון שהוא בוחן שהוא מסתכל על עסק פרטי (כי הם לא הולכים להחליף הנהלה וברוב המקרים מי שמכר להם את העסק ממשיך לנהל) זה האם מעניין אותם העסק יותר או הכסף. זה נתון שחשוב לבחון ובמקרים רבים זה ברור כשמש.

יזם היא חיה מעניינת. כי מהרגע הראשון, זה מנהל שהוא גם בעל מניות. ליזמים רבים, גורל החברה אותה הקימו קשורה קשר הדוק בגורלם. המורשת שלהם תלויה בכך. יש בגדול 2 דרכים עיקריות שעסק צומח. באחד מהם העסק הוא פרטי ובבעלות פרטית ונשאר ככה. אם קיים מימון חיצוני הוא מימון שמקורו בהלוואה. השני, עם בעלי מניות חיצוניים ליזמים (לדוגמא סטארטאפים שמגייסים כסף מבחוץ). כאשר העסק הוא פרטי, מלחתחילה אין תרבות של עבודה בין בעלי המניות בין היזם לבין גורמים אחרים. קיימים יוצאי דופן (כמו וולמארט ואליהם נגיע אחר כך).

בחברה שמהתחלה יש דינמיקה בין היזם לבין משקיעים חיצוניים נכנס נושא האחריות. תחושת האחריות כלפי בעלי המניות שלקחו סיכון על היזם והאמינו בו. זה עוד משהו שחשוב לשים לב כשמקשיבים לריאיונות של היזמים המקוריים גם אם הם כבר לא בחברה. הם משאירים את התרבות הזאת גם כשהם עוזבים. (דיסקליימר, אני בעל מניות באופן ישיר בברקשייר האתאוווי, פלנטיר ואמזון ומטה ובאפל שמצויינות פה)

היזמים גם רוצים בעלי מניות ששותפים לחזון שלהם, ומשרגישים אחריות כלפי העסק והחברה כמו שהיזמים האיכותיים מרגישים כלפיהם. אחד הדברים החשובים שהיו לוורן באפט עוד בתחילת דרכו בברקשייר עצמה בשנות ה-60 היה לסנן החוצה בעלי מניות שלא מתאימים לחזון שלו, שלא מתאימים לדרך שלו. מה שנוצר, הוא שבעלי המניות בברקשייר הם ספקטרום, אבל מצומצם, מאוד של בעלי מניות עם ציפיות מסויימות. תיארת 4 סוגים שונים. בחברות האינטרסים הם גדולים הרבה יותר מכך. אז נשתמש בבסיס של ברקשייר ומשם נפתח לכיוונים שונים. אז דיברתי על היזם. על היזם שאכפת לו מהעסק. שהעסק קשור בו. שהשם שלו חשוב לו. שהאחריות חשובה לו. וורן באפט מההתחלה, המשקיעים הראשונים שלו היו בני משפחה. גם של ג'ף בזוס. תחושת האחריות כלפי משפחה היא גדולה. וזה מתבטא בכך שוורן אומר שהמכתב שלו לבעלי המניות הוא תחת הרעיון שהוא כותב לשתי האחיות שלו ומנסה להסביר להן מה הוא עושה. זה ניכר גם אצל ג'ף בזוס. עוד מעלה נוספת אצל יזמים הם אלה שטובת והצלחת העסק היא לנגד עיניהם. שזהותם נעוצה בחברה שהקימו. זה ניכר במארק צוקרברג, באלכס קארפ, בסטיב ג'ובס, בבראין צ'סקי ועוד. אני לא אוהב את אלכס קארפ בהכרח בתור מנכל. הסגנון שלו זה לא אני. אבל הוא מדבר על העסק בכזאת תשוקה ועל הבעיה שהוא מנסה לתקן בעולם שזה ברור לחלוטין Money be damned אם זה לא יצליח. כי זה חשוב.

כי העולם צריך את זה. 20 שנה פלנטיר הייתה סטארט אפ שלא התייחסו אליו מדי, שהתנהגו אליו בביטול. ב-20 שנה האלה אלכס קארפ "לא נפגש" עם הכסף הגדול. אז נכון הוא עכשיו מליארדר, אבל תחשבו על 20 שנה שאדם נמצא במפעל חיים לתקן את העולם ושאינו לו מושג אם הכסף נמצא בקצה המנהרה. בראיין צ'סקי הכניס את עצמו לחובות עתק וחי באייר בי אנד בי בעצמו במשך שנים ועבר ממקום למקום באופן תדיר ואכל קורנפלקס במשך חודשים כדי לא למשוך כסף מהעסק. הוא הכריח עובדים לשהות באייר בי אנד בי ולארח בעצמם בתוך הבית שלהם. הסיפורים האלה יפים והם חד משמעית לא קובעים את ההצלחה של העסק. (יש סיבות רבות נוספות למה לא השקעתי באייר בי אנד בי). אבל היזם משקף תרבות שנשארתי, לא לנצח, אבל בהחלט לתקופה לאחר שהוא עוזב. מי שדיבר על כך בהרחבה, על החשיבות של היזם ועל ההשפעה שלו על החברה היה ג'ון סקאלי, המנכ"ל שדחק החוצה את סטיב ג'ובס דיבר על כך בהרחבה בשנים לאחר שהוא עזב את אפל בעצמו. על החשיבות מבחינת ערכים ורוח בחברה סטיב ג'ובס הוסיף בעצמו על הסיפור הזה:

"When I got back to Apple, I asked people, 'Why are you still here?' And one of the answers I got was, 'Because I bleed in six colors.'"

ההתרגשות על החזרה שלו נבעה שהעובדים ידעו שגם סטיב ג'ובס בכור ההיתוך אלה הערכים התרבותיים שלו. בעלי המניות ידעו שבאמת אכפת לו מהחברה. אפל הייתה 90 ימים מלפשוט רגל. סטיב ג'ובס הציל אותה.

יזם כזה שגם העובדים וגם בעלי המניות מאמינים בו, לא צריך לשלוט בחברה מבחינת מניות וכוח הצבעה. לכן לא תיראו בחברות מצויינות אי פעם את המושג של בעל שליטה.

יזמים מהסוג הזה לא תיראו בני משפחה שעובדים בחברה. ובטח שלא בסגל בכיר. לא תיראו חברים שלהם שהגיעו מבחוץ וקיבלו ג'ובים. לא תיראו בדירקטוריון אנשים עם רזומה של "דירקטור". הם רוצים בורד עם אנשים שיכולים להועיל להם. שיכולים לייעץ. הם לא רוצים אנשי קש. הבורד החדש של אפל שג'ובס חזר היה בדיוק בורד כזה.

מנגד יש את היזם שמעניין אותו הכסף. הוא ימנה בני משפחה לתפקידים (ראו רמי לוי). הוא ישכיר מהחברה את נכסי הנדלן שלו, ולא יקנה את נכסי הנדלן בתוך החברה. בארה"ב בשביל שאדם שעובד בתפקיד Fiduciary או שלפחות יש ציפייה ממנו לכה, מצופה שיציע לחברה לרכוש את הנכסים לפני שהוא נוגע בהם. לברקשייר היה מקרה כזה. מי שהיה מסומן להיות היורש של וורן באפט, דייוויד סוקול קנה מניות בחברה X ורק אז הציע לוורן באפט לקנות שמה. שהפרשייה התפוצצה ובברקשייר גילו מה הוא עשה הוא לא המשיך. לא תראו את מארק צוקרברג קונה שטח ואז מוכר את זה למטא. זה לא היה עובר בשקט. כן יש שאלות על הוצאות האבטחה שלו. אבל מצד שני, הוא אחד המנכלים השנואים בעולם. ואני בתור בעל מניות רוצה אותו שמה. אבל אם הוא היה עושה איזה תרגיל מסריח כזה על חשבון החברה לא הייתי נשאר כבעל מניות. אני רוצה מנכל שמרגיש שהגורל של העסק זה הגורל שלו. אני רוצה יזם כזה.

מה קורה שהיזם מת? ואז יש את מקרה וולמארט. משפחת וולטון מתנהלת מעוד שלוק וולטון היה בחיים בצורה של דירקטוריון משפחתי. הם עדיין פועלים ככה. לא תיראו בני משפחה עובדים בחברה. זה מה שמאפשר לוולמארט לתפקד בלי נפוטיזם, בלי בעיות. משפחת וולטון לא תיתן לאיזה אחיין לזיין את העסק. לא תיראו עוד חברה בסדר גודל כזה עם גרעין שליטה כל כך מצומצם בארה"ב. למה? כי המשפחות שלא מתפקדות היטב, שלא בונות תשתית תרבותית פנימית עוד מלחתחילה בסוף מציינות את העסק עד הסוף. מספיק לראות את כל הבלאגנים של פרמאונט בארה"ב בשביל לראות איך אדם (שרי ראדסטון) שירש את השליטה בעסק מציין את העסק כל כך חזק. אני אין לי בעיה לגבי דמות מאוד דומיננטית בחברה מסויימת, יזם, עם המון שליטה גם אחרי שהוא עזב את העסק (אני בעל מניות גם בגוגל ופורטסקו מאטלס גרופ), אבל אני מוודא שאין שום דבר שלא היה מפריע לי שמתנהל בתוך העסק. Integrity של אותו בעל שליטה עומד למבחן תחילה. בעל שליטה זה לא דבר טוב, זה סכנה מוחלטת לפני הכל. ובמדינות כמו אוסטרליה וארה"ב בכלל, זה דבר שכמעט לא רואים בבורסה, מפני שלאורך זמן זה לא עובד. היופי בשוק חופשי זה שזה נשטף מעצמו. בישראל זה מאוד נפוץ. ההיפך מארה"ב במישור הזה. ובישראל התרבות של למצוץ כל טיפת דם של העסק שרק אפשר ניכרת לעין. אף אחד מבני משפחתו של וורן באפט או צ'ארלי מאנגר לא עובדים בחברה. אני מחפש יזמים שמעניין אותם קודם כל טובת העסק.

למה טובת העסק זה קריטי. יזם רואה ימים שחורים. הוא מוותר ויתורים. הוא מסוגל לדחות סיפוקים. לי זה מתאים.

נעבור כעת למשקיעים שהם בעלי מניות, נקרא לזה בגלל מיקום גיאוגרפי. הם השקיעו בברקשייר כי הם פשוט גרו באיזור ושמעו שמועה והשקיעו וזה עבד להם. הם לא זיהו משהו מיוחד. ברמת הרעיון זה דומה לאנשים (לעניות דעתי) שמושקעים דרך איזה אינדקס פאנד. מחקה מדד S&P500, או אולי איזה סקטור טכנולוגי כללי כזה. זה אנשים של שגר ושכח.

הסוג הנוסף, של בעלי מניות, הם שוטפים לחזון של היזם, הם רוצים את טובת העסק. אחד הסימנים הטובים ביותר באופי של יזם הוא העובדה שאם צריך הוא מוכן לוותר על ה"שלטון", הוא לא צריך להיות המנכ"ל. אם צריך לוותר על דיבידנד כי צריך את הכסף למען השקעה הוא יעשה את זה. בעלי המניות, גם אם הם לא עובדים בחברה, שמוכנים להתגמש בהסתמך על מה שטוב לחברה, זה סוג המשקיע שמועדף עלי. למה? כי אני כזה. אם כדאי לקחת דיבידנד עכשיו, כי יש קופת מזומנים סופר גדולה ותזרים מזומנים מספיק גדול, אז למה לא. אני מוכן הירף עין שיבטלו דיבידנדים אם יש סכנה קיומית לעסק בגלל שהוא עלול לפשוט רגל, או לחילופין, נמצאה השקעה ממש כדאית. הסוג הזה נדיר יותר, אבל זה בדיוק הסוג שוורן באפט חיפש במכתבים למשקיעים שלו. הוא ניסה להסביר את העסק, את המחשבה מאחורי כל השקעה. למה פה נמשך דיבידנדים, למה פה נשאיר את הכסף בתוך העסק. הוא במהלך השנים ניסה להשכיל את קהל המשקיעים שלו. בגלל זה פגישת המשקיעים של ברקשייר ארוכה מאוד באופן חריג. היא פתוחה לציבור הרחב באופן חריג. קהל המשקיעים הזה היה הקהל העיקרי של ברקשייר עד אמצע שנות ה-2000, וזה ניכר לחלוטין על ידי שאלות המשקיעים בוועידות השונות, וגם במספר המבקרים. המשקיע הגמיש משתדל להבין את העסק, ולוקח בחשבון מראש מה העסק יצטרך לעשות. מנגד, ברגע שהעסק מתחיל להתנהל בצורה שאינה נראית לא טובה או בריאה לעסק, הוא נאלץ לעיתים קרובות לממש את האחזקות שלו (כפי שעשיתי בעלי באבא. המשחק שהם התחיל לנהל בין לפרק את החברה ל-6 תתי חברות, ללא לפרק אותה הראה לי שכרגע מאוד לא ברור להם מה לעשות. אני תכננתי שלאחר הפירוק לממש את כל האחזקות, מפני שלעקוב אחרי 6 מנכלים שונים ובעלי מניות שונים הרגיש לי יותר מדי. כאשר ביטלו את הפירוק, עדיין הרגשתי אי נוחות. אז מימנתי כי מצאתי לדעתי משהו טוב יותר להון, וחוסר העקביות של בעלי המניות, הדירקטוריון וההנהלה גרמו לי להרגיש חוסר ביטחון. לשינויים במחיר המניה לא היה כל חלק בזה. אני עדיין עוקב אחרי החברה, אבל הרגשתי שאני נאלץ להתנתק רגשית כדי שאוכל להסתכל עליה עם fresh eyes. אמנם לא הפסדתי כסף בהשקעה הזאת, בעיקר בשל רכישה המשמעותית ביותר במחיר של 60 דולר למנייה. אבל ה Cost of Capital שלי היה ביצועי ה S&P500 באותו הזמן. כלומר, עלות ההון שיקפה לי הפסד מבחינת פוטנציאל ההשקעה בבאנץ' מארק שבחירתי. נדבר על הרעיון הזה בזמן אחר אבל אני רוצה להיות שקוף איתכם ולא לשחק אותה כאחד שמתהדר אך ורק בהצלחות).

המשקיע הגמיש חייב בהכרח להיות עם אצבע על הדופק או של היזם, או של המנכל המכהן. היתרון ביזם שהמשקיע בגמיש מאמין גם בו, כאשר הוא נמצא בדירקטוריון, הוא יכול לסמוך על היזם שהוא יהיה עם האצבע על הדופק של המנכל.

המשקיע הגמיש משקיע מתוך מחשבה שמה שטוב לעסק מגיע לפני טובת בעלי המניות מפני שלאורך זמן מה שטוב לעסק יהיה לו טוב יותר. המשקיע הגמיש הוא לרוב משקיע בעל טווח השקעה לזמן ארוך מאוד שמקווה לא למכור את האחזקה שלו לעולם.

סוג אחר של משקיע, הוא משקיע בעל אג'נדה. הוא לא חושב על מה שטוב לעסק. אלא מרוכז באינטרס בסיסי שלו. לדוגמה הוא משקיע בעסק בשביל הדיבידנד. אז במקרה שחברה צריכה להקפיא דיבידנד כדי להתפתח היא משהו נוראי בשבילו. בעלי מניות כאלה, במקרים רבים, מאלצים לפעמים חברות לקחת הלוואות אפילו כדי לעמוד בדיבידנד, או שמושכות מקופת המזומנים של העסק בתקופה לא טובה. אלה בעלי מניות שהם מסוכנים לי, מפני שאני כמשקיע, בחברה עם דיבידנד גבוה אין לי מושג כמה זמן שאר בעלי המניות מושקעים. ייתכן שהם כבר קיבלו את כל ה capital הראשוני שלהם חזרה, ולאורך זמן הם הרוויחו המון מהדיבידנד כך שלא כל כך אכפת להם אם העסק ישרוד עוד כמה שנים או עוד 20 שנה. וזאת רק דוגמה אחת מיני רבות. יש כאלה שמשקיעים כדי לסחור בארביטר'אז, יש כאלה שמקווים ל Buyout, הספקטרום רחב. חשוב מאוד מאוד מאוד מאוד לקחת את זה בחשבון. יכולים להיות פה קרנות גידור וכו', שמעניין אותם הביצוע שלהם בחצי שנה הקרובה או השנה הקרובה ולא בעסק לאורך זמן. המשקיע בעל האג'נדה חייב לעמוד על המשמר, ולהיזהר מבעלי מניות עם דעות שמוגדות לאג'נדה שלו. יותר מהכל, הוא צריך להיזהר מבעל מניות עם השפעה. עוד חטא שלי, מתחילת דרכי, היה לנסות לממש דברים שלמדתי מבנג'מין גרהאם (המשקיע הנבון) וממלכיאל (הליכה רנדומלית בוול סטריט) וחיפשתי Reits שנסחרו מתחת ל book value שלהם של למכור את בנייני המשרדים. לא לקחתי בחשבון את הרעיון שלא ינזילו את בנייני המשרדים. מאז מחיר המנייה נסחר מתחת

לערך הספר. למה? השכירות אינה מניבה תשואה גבוהה מספיק כדי לעבות את הדיבדנד. משקיע פרטי היה כנראה מוכר את בנייני המשרדים. מה למדתי מכך? אין ארוחות חנם. וזה שאני הייתי מנזיל את הנכסים, לא אומר שיעשו את זה. Experience is what you get when you don't get what you want.

קיים היום גם הרבה קרנות שמנהלות מסחר יומי עם אלגוריתמים מסויימים. זה יוצר volatility לטווח הקצר מאוד. התנדדותיות במחיר המנייה הוא הגורם המושפע מכך, ולכן בעל מניות לא צריך להתעניין בכך אלא אם הוא סוחר (שאותי מסחר בבורסה לא מעניין כי אני לא חושב שיהיה לי יתרון).

בעל מניות נוסף, הוא בעל מניות עם השפעה. הוא בעל מניות גדול מאוד, שהוא לפחות אם לא שולט ב-50% מהחברה הוא שולט במספר כיסאות בדירקטוריון. הוא יכול להיות מנכל או חלק מהנהלה בכירה (כי הם מקבלים הטבות במניות. אם לא מנכל אז סמנכל כספים או CTO מאוד מאוד חזקים). הוא יכול להיות משפחה שמהווה גרעין שליטה.

זה בעל המניות המסוכן ביותר לעסק. נדיר שזה משקיע אקטיביסט שמעניין אותו טובת העסק. ברקשייר האתוואי עשתה זאת בתחילת דרכה, ביל אקמן ידוע בכך. זה לא תמיד עובד. וכשבעל מניות כזה נמצא כבר בסיפור חשוב מאוד לבדוק מי הוא, מהו, ואיך הוא פועל. במקרים מסויימים שאחד כזה מנסה להשתלט על החברה דרך רכישה של מניות, אם המנכל לא רוצה אותם כי הוא מפחד על הכיסא שלו, לרוב יקראו לזה השתלטות עויינת. זה יוצר בלאגן ומאבקים (הסתכלו על דיסיני השנה). לעיתים קרובות בעל המניות הזה(בארה"ב לפחות) צריך את עזרת הציבור של בעלי מניות כדי לשפיע על הדירקטוריון בהצבעה שנתית (החברות גדולות מדי בשביל שמישהו אחד יוכל לעשות דבר כזה לבד) או בישראל, הם לא ממש צריכים את הציבור של בעלי המניות.

בעל מניות כזה עלול להיות מישהו שמסתכל לטווח הקצר. מכירה אגרסיבית של נכסים, מאבקי אגו (אפשר להקשיב לסקוט גאלאווי על איך הוא מוטט לעצמו עסק). שרי ראדסטון פוגעת שוב ושוב בבעלי המניות של פרמאונט. היא מנסה למכור את פרמאונט בצורה שתכניס לה יותר כסף מאשר לבעלי מניות אחרים בפרמאונט. בעלי מניות קטנים צריכים עסק יותר רווחי כדי להרוויח יותר כסף. מנכל רוצה עסק עם הכנסה כמה שיותר גדולה גם אם זה אומר רווחים קטנים יותר, מפני שהמשכורת שלו תיבלע בתוך הוצאות החברה. או לחילופין הוא רוצה לנפח את מחיר החברה בטווח הקצר כדי לממש אופציות ולמכור מניות ברווח אדיר למרות שהוא עלול לעשות בדרך נזק לטווח הארוך (תסתכלו על כל מנכל שהיה סלב לתקופה מסויימת ואז מה קרה ל Legacy שלו מאוחר יותר. קרי בנקמן פריד, אדם נוימן, ג'ק וולש, סאנדי ווויל והרשימה ארוכה).

בגדול, העבודה של משקיע הוא לא רק בתהליך ההשקעה הראשונית לבחור בקפידה עסק שהוא משקיע בו, וגם לבחון את שאר בעלי המניות או ההנהלה, אלא הוא חייב להמשיך לעשות זאת כל הזמן לאורך כל חיי ההשקעה.