

## “History Doesn't Repeat Itself, but It Often Rhymes” – Mark Twain.

היום, אני רוצה לחלוק יותר על עצמי. על מסע אישי, פנימי, מהשנתיים וחצי האחרונים.

המסר העיקרי של המשקיע הנובון, הוא תכיר את עצמך. דע את מגבלותיך. זהו ספר יותר פילוסופי מאשר פרקטי. את הפרקטיקה מאגד בנג'מין גראהם ב-Security Analysis. כשצ'ארלי מאנגר ווורן באפט נשאלים שוב ושוב, איך הם בוחרים במה להשקיע, ולמה להתייחס, הם מדברים על שלוש ערימות: Yes, no and too hard. הצורה שבה הם ממיינים את השאלות שעולות מולם, תלויה ב-Circle of competence שלהם.

“Only competent people know their circle of competence” א.

מר צ'ארלי מאנגר בכנס משקיעים. אני קורא עכשיו שוב, כמנהגי כל כמה שנים, את המשקיע הנובון. הקלילות בה אני זורם בספר, שבו כבר כל מילה מובנת, וכל מסר נקלט, בעיקר לעומת לפני שנתיים, היא מטורפת עבורי. כאילו עבר לי במוח איזה נסיקה מטאורית. עדיין אני מאבד עניין בנושא אגרות החוב, לא בגלל חוסר הבנה, אלא כי הזירה בה אנו נמצאים רחוקה מאיפה שהיא הייתה בעבר, והמספרים בהם אני מתעסק הם קטנים מדי אפילו כדי לשקול משהו בסגנון המשחק של האוורד מארקס. "רק כשאתה יודע קצת, אתה מבין כמה קצת אתה יודע" אני אוהב לומר, ואני עומד מול עצמי של לפני שנתיים, מול דמות שלי המשתקפת אלי תוך כדי קריאה, ואני נזכר במה חשבתי וידעתי אז, ואני שואל את עצמי, איזה תהום יפתח ביני לבין עצמי של עוד שנתיים. צ'ארלי מאנגר קורא לבאפט מכונת למידה, וחוזר שוב ושוב כמה וורן יותר טוב מעצמו שהיה לפני עשור, למרות שהחזרים שלהם ירדו מעט. הם גם מסבירים למה. צ'ארלי הוא מכונת למידה גם, כפי שזה עולה שהוא נשאל שוב ושוב על הספרים שהוא קרא, או היכולת שלו להסביר חברות ונושאים מדעיים רבים. מכונות למידה נוספות נמצאות פעם אחר פעם באותו כנס משקיעים, שנה אחרי שנה, ביל גייטס, האוורד מארקס, ביל אקמן, מנכלים של בנקים, מנהלים של קוקה קולה, פרופסורים, והרשימה עוד ארוכה. והם בעצמם שואלים שאלות, וממשיכים ללמוד, להחכים.

זה עושה אותי צנוע יותר, כי זה גורם לי להבין עד כמה הפער בין אלה שאני רוצה לשבת איתם בשולחן כשווה עצום, הרבה יותר ממה שיקלתי לדמיין. ולמרות שתמיד ידעתי שהיקום ענקי, והמרחק בלתי ניתן לתיאור, אי אפשר באמת להעריך את זה עד שלא מנסים לעוף בתוך החלל. מצד שני אתה מבין עד כמה אתה לא ידעת, והפער בינך לבין אחרים הוא גדל בעצמו, והיכולת ללמוד, להתקדם, משתפרת ומשתכללת. אם עד לפני חודש קראתי 50 עמודים כל בוקר, עכשיו המספר עלה ל-75, והיום בכלל קראתי 100. וכמות הזמן ל-75 זהה לכמות הזמן שלקח לי לפני שנה לקרוא 50. וה-100 שקראתי היום בגלל העניין והבקיאות שלי בנושא ארכה כמו 75 עמודים מהביוגרפיה האחרונה שקראתי, למרות שהדפים ארוכים יותר והכתב באותו הגודל. לפני שנתיים וחצי, היה לי קשה לקרוא אפילו 50 עמודים ברצף של המשקיע הנובון. בינתיים קראתי שוב ספרים כמו כלכלה עירונית, ובאמצע היה ביורגרפיות כמו של פיל נייט, אנדרו גרוב ומאו דזה טונג. מאו היה לו אופי של רואה חשבון. מצאו בימינים שלו תיעודים מפורטים של עלויות של דברים, כמויות, פרטי פרטים. פיל נייט היה האבא של פילוסופיית הצמיחה בכל מחיר, שאותה שכלל ג'ף בזוס לכדי שלמות(גם ספרים על אמאזון נקראו בדרך, כמו צפייה בסרטים דוקומנטריים). היו ספרי פרשנויות כמו של סקוט גאלוואי. הרצאות של ג'ף בזוס, ושיעורים של סטנפורד, פיטר טיל, אריק שמידט. ספרים והרצאות על חשבונאות ויישומם של דוחות פיננסיים מבית אסוואט דאמורדן. ריאיונות עם לארי סאמרס ומוחמד אל אריאן. ספרי היסטוריה מהאימפריה המונגולית, וספרות של מלחמה שמסבירה בעקיפין למה שיטת לחימה כמו של המונגולים עבדה, ובדיוק למה blitzscaling היא טכניקה שעובדת כל כך טוב, ואיך המודל הזה, שסטנפורד מתחילה ללמד, עולה שוב ושוב בכל החברות שצמחו בענק בעשורים האחרונים. וזה מדהים אותי איך איכשהו שנדמים לא קשורים נקשרים בנקודה מסוימת שפתאום מפתיעה אותך.

שאני מסתכל היום על מה קורה בכלכלה העולמית, דברים ברורים יותר, והמחדלים והטעויות שלי נשקפים אלי בין האירועים. בעיקר הדברים שידעתי שצריך לעשות ולא עשיתי, ודברים שהרגשתי שאני טועה ועשיתי בכל זאת. למרות שהאינסטיקטים נכונים, וההשלכות היו יותר נקודתיות מאשר פגיעות מאסיביות, הן כואבות לא פחות. ההתנהלות הייתה הרבה יותר מנוהלת מתוך המחשבה שזה רק בהתחלה, ושזה בסדר, ובעיקר המסר והשיעור שנלמד, הוא אותו שיעור שלמדתי בהשקעה הראשונה שעשיתי, תסמוך על עצמך יותר. השיעור השני, הוא שתצפה מרוב העולם להתנהג בצורה מאוד שונה ממה שאתה היית עושה, שאתה חושב בצורה אחרת. וגם אם מי שמסכים איתך הוא טיטאן בעצמו, (כמו לארי סאמרס), העולם יבחר לא להקשיב לו רוב הפעמים. אם לא תהיה סגור על עצמך, יהיה קל לעולם לשנות את דעתך. אני חייב להודות שפה הפתעתי את עצמי. למרות שהשוק עדיין מאוד לא מסכים עם כמה מהמחשבות שלי, אני יותר ויותר מתבצר בעמדה, ומה

שלמדתי רק יותר ויותר מחזק את המחשבות שלי, שאמנם לא היה להן את אותו העומק שיש היום, וחד משמעית יהיו הרבה יותר עמוקות בעתיד. אני בהחלט נבחנתי, וממשיך להיבחן במחשבה, שעסק שאני מעוניין להשקיע בו, יסבול מבחינת תמחור בשנים הראשונות, כדי שאני אוכל להמשיך לרכוש עוד.

אני שומע את האווארד מארקס כאן, בקול חזק וברור, מדבר על ניהול סיכונים, שזה דבר שאתה רק יכול להרגיש ולא יכול לכמת במדוייק. לא בעתיד, לא בהווה ולא בעבר. שסיכון הוא דבר סובייקטיבי, ואני עדיין מתנהל בתוך גבולות הגזרה האלה. השליטה העצמית השתפרה, והרגשות, פחות ופחות מנהלות אותי.

קל לי להסתכל אחורה עד לפברואר 2020 ולהגיד צדקתי. צדקתי בכל הפניות שנלקחו עד עכשיו. אבל ב Hindsight הכל קל וברור. וזה מחזיר אותי לשיחה שהייתה לי עם אבא לפני שנה. שכשאתה מגלה שאני צודק זה רק מפחיד אותי, כי אני מפחד שזה יעלה לי לראש. וזה ספורט שאתה יכול להיות צודק בו ולהצליח בו בטירוף, שנה אחר שנה ובסוף ליפול בסתירה לכך שהמטרה הראשונה של המשחק הזה היא לא להפסיד (בממוצע לעשות החזרים שווים לשוק המניות) פשוט אף שנה. ושם לא תפסיד אף שנה, ופה ושמה תנצח בכמה אחוזים בודדים זה ניצחון מוחץ. ואני נזכר בשיחה עם ברוקר השקעות של מריל לינץ' שהתגאה בכך שהחזרים שלו קרובים לאלה של ה S&P 500 מעל עשרים שנה. לא מעל, אני רוצה להדגיש, הוא אמר 'קרובים', כלומר מתחת. כלומר תורידו גם את העמלות שהוא לוקח ותבינו שמדובר בשרלטן, כי הוא רק פוגע בלקוחות שלו מאשר לעזור להם. והוא עושה זאת בגאווה, שנה אחר שנה, כבר למעלה משתי עשורים. והעולם מלא בהם, ואני רק לא רוצה לסיים כמוהו.

אני ממשיך להדהם איך אנשים שלמדו חשבונאות במשך יותר מ-4 שנים, לעולם לא קוראים דו"ח פיננסי של החברות שהם משקיעים בהם. איך אנשי עסקים זורקים לפח את השאלה של מתי העסק יראה רווחים ברגע שהם רואים כמה tickers של מניות על מסכים. איך אנשים משקיעים כספים רבים בחברות שהמוצרים שלהם הם לא מכירים ולא מבינים בהם בכלל, בדומה למה שפיטר לינץ' דיבר עליו. "אני הרווחתי את הכסף שלי מדאנקן דונאטס, זה משהו שאני מבין". שוורן וצ'ארלי חוזרים שוב ושוב למה הם לא ישקיעו כביכול בטכנולוגיה כי הם לא מבינים את העסק, הם מתכוונים שוב ושב לכך שהם רק לא מבינים איך העסק ירוויח כסף בסוף. הם הראו כבר בשנות ה-90 בקיאות באינטרנט וההשלכות שיהיו לו על עסקים שכבר היו בבעלותם, והיכולת שלהם לצפות את ההשלכות שיהיו לו בעתיד. הם לא ידעו שאמאזון תהפוך להיות הקניון הגדול בעולם, שהענן שלו יהפוך להיות התשתית הגדולה ביותר בעולם עבור כל אותו נדל"ן מסחרי, שהאיפון והמקבוק, ווינדוס ואנדרואיד יהפכו להיות כלי הרכב העיקריים שדרכם כל אחד מגיע למשרד. אבל הם ידעו מה יהיה עם שוקולד

"Chocolate is a subject we know very well, we practice it every day, and by the end of today, we will know a lot more about it" (וורן באפט אומר בכנס משקיעים תוך כדי שהוא אוכל שוקולד)

"I know that in 20 years people will still be drinking coke, I do not know that about most things"

וכל זה עוד לפני נושא התמחור, ותמחור זאת אומנות, אבל אתה לא יכול לתמחר לפני שאתה מבין את העסק, ואז לדעת להעריך מה הנקודות החשובות לו בדו"ח. שאני מסתכל על אנבידיה שעלתה לכותרות אתמול בלילה, אני לא רואה חברת טכנולוגיה, אלא חברה שהיא חברת Commodities לכל דבר. ואני מסתכל על הפיננסים שלה באותו האופן. תעשיית השבבים, בראייה היסטורית, מחזורית באותה הצורה, ועברה בשנים האחרונות באופן סופי להיות אחד ממוצרי היסוד שהעולם עומד עליו, כמו ברזל, כמו אנרגיה, כמו אוכל ומים. עלויות הפיתוח שלה שקולות לעלויות החיפוש של נפט או ברזל. ואלה הדברים הראשונים שצריך לבדוק, מבחינת בריאות של העסק. ולהבין את ההבדל המאסיבי בהתייחסות לכל דבר. וככל שאני מסתכל יותר ויותר על כך אני מבין עד כמה המחיר הזה מנופח, ויותר ויותר נשקף לי עד כמה בעלי המניות (שאני נמנה איתם בעקיפין באחוזים מאוד קטנים) אין להם מושג על העסק. והסיבות שבגללה היא עלתה לכותרות, דורשת בדיקה של מספרים מסויימים, שאם הם לא נמצאים בדוחות זה מחדל בעיני כבעל מניות ואני מבחינתי הייתי מוכר את כל האחזקות בחברה הזאת. ואם הייתי מבין בזה לפני שנים, היא לא הייתה נמצאת בתיק שלי.

וכל אלה הן צורות הסתכלות שונות, היא אולי פורצת דרך, אם היא נכונה, והיא מסוג הדברים שאני יודע שאם אני צודק איתם הם מה שיגדירו אותי פה בתחום הזה כאומן. וההסתכלות והפרשנות הזאת היא מה שתעשה אותי.

למטה (META) יש מונופול על איך רוב העולם מתקשר אחד עם השני. בנושא התקשורת, אין לה מתחרה, אולי חוץ מלבד אפל, וזה רק בוואטסאפ. טיק טוק זה חברת בידור בכלל, שהמתחרה הישירה שלה זה בכלל נטפליקס, ומי שמשווה בין מטה לטיק טוק כאילו הן באותו התחום צריך לבדוק לעצמו טוב את המוח. טיק טוק בשביל מטה היא כמו אמזון סטרימינג לנטפליקס. אמאזון יכולה להתחרות עם נטפליקס, אבל נטפליקס לא יכולה להתחרות באמאזון.

לגוגל יש מונופול על המוח ועל השכלה ולדעתי במאה הבאה היא יכולה לגרום לחצי מהאוניברסיטאות בעולם לפשוט רגל אם הם רק יקבלו החלטה שלא תדרוש מהם יותר מדי מאמץ או כסף. למייקרוסופט יש מונופול על מעמד הביניים ומעמדות הפועלים. לאפל יש מונופול על העשירים, מעמד הביניים הגבוה ועל כל המתחזים אליהם.

והחברות האלה כבר ניצחו, יצטרך פקשוס נוראי ומתחרה אליהם, גאון ויצירתי כדי להוריד את אחד מהחברות הללו (גוגל, אמאזון, מטה, מייקרוסופט, אפל) מכס המלכות. והן יכולות מאוד להכאיב אחת לשנייה, אבל לא לחסל אחת את השנייה. ולכל אחד מהם יש סגנון ייחודי, מיוחד. ומגה מלכים כמוהם עוד יהיו, ולמדינות שונות אפילו יהיו אימפריות שונות, כי כמו שהן שולטות בארצות הברית ובמדינות נוספות לאו דווקא שזה יהיה גלובאלי לחלוטין. ארץ זרה, חוקים שונים. אבל אם אתה לא מבין ארץ אחרת, איך תשחק בה?

ואז אתה צריך להיות מסוגל לתמחר. אתה חייב לתת תג מחיר לעסק כאילו אתה מנזיל אותו היום. ואז להתחיל להעריך האם הוא ישרוד עשור, עשרים, שלושים שנה.

.Return of the principle comes before the return on the principle

ולאחר מכן לשער כמה מזומן חיובי העסק הולך להכניס. Free Cash Flow במילים אחרות. צ'ארלי מעיד על וורן שבמשך שישים שנה וורן מעולם לא חישב אחד כזה על הנייר, בסתירה למד שגולדמן סאקס וכל אוניברסיטה מלמדת אותך שאתה חייב לעשות. וורן יעיד שהוא עושה בערך בראש, ואם זה לא חיובי בצורה הזויה אז אין מרווח בטיחות מספק. ולאחר מכן אתה צריך להסתכל על ההנהלה, להבין אם המספרים מדויקים, שכל המידע שאתה היית רוצה לקבל זמין (וזה מקבלים מתוך הדו"חות, ואם לא אז זה תמרור של אחורה פנה ולך מכאן) ולדעת להעריך האם ההנהלה תתנהל בצורה הכי טובה ותנהל את המזומן העודף בצורה חכמה. ולתת מחיר לחברה.

ואם המחיר טוב בעיני המביט, אחרי כל זה, לקחת צעד אחורה סטייל האוורד מארקס ולשאול בצורה עמוקה, מה המרווח כאן שאני מאפשר לעצמי לטעות מבחינת סיכון. ולהיות כנה ולהבין גם כמה כאב אני מסוגל לסבול בדרך, האם אני אגיב לירידות ברכישות נוספות. ולשאול האם אני מאמין שאני צודק למרות שעולם שלם, כולל הגיבורים שלי עלולים לא להסכים. ואם התשובה היא כן, ובסוף אני צודק, אז בחרתי בנתיב הנכון. והבעיה היא, שהגילוי בנוגע לצודק או טועה, יכולים לקרות רק עוד שלושים שנה.

ולהבין שמה שאני מדמיין לחברה קדימה כנראה לא יכנס למוח של העומדים בראשה. והאם אני מוכן, כמו ביל אקמן, למרות פערי הגיל והניסיון והחוסר בתעודות, להתחיל להתנהל כמו בעל מניות. להגיע לכנסים משקיעים, לכתוב מכתבים, לשאול שאלות.

אני אמרתי עוד לפני מספר שנים, שזה תחום שבו בעשור הראשון אתה מגבש תיאוריה, בעשור השני אתה באמת מיישם אותה, ובעשור השלישי אתה מתחיל להביט בתוצאות של מה שעשית.

וזה דורש ממני להביט אחורה, ולעבור מחדש על התיק, ולהעריך עד כמה עשיתי טעויות, ואם לא הייתי טוב בניהול סיכונים כל כך באופן טבעי הייתי סובל. וזה כואב, כי אני מרגיש אידיוט, עם יותר מזל משכל. אני גם מבין טוב יותר עד כמה הפער גדול, ומתעודד בכך שהגיבורים שלי היו במצב דומה ואף גרוע יותר בזמנם. על כך שהיכולת שלי ללמוד היא טובה יותר, שיותר מידע חשוף בפני, והכל עומד לטובתי במסגרת הזאת. ומנגד, כפי שהם דואגים להזכיר שוב ושוב בריאיונות, שהיום זה קשה יותר, התחרות טובה יותר, ואני רק מתרגש מהמחשבה שיש עוד כמוני שמה בחוץ, טובים יותר, חכמים יותר, רעבים יותר. ואני סקרן לראות מה אני שווה, והאם אני מוכן קודם כל להביס ולנצח את עצמי, בקרבות היום יומיים. כי העולם הפיננסי שווה לעולם האמיתי יותר מהכל בחוק הראשון של החיים עצמם, האויב הראשון של כל אדם להביס, בכל יום, הוא את עצמו, וללכת לישון חכם יותר, אמיץ יותר, חזק יותר, טוב יותר.