

الفصل الثاني عشر

العثور على الصفقات الجيدة

تكون الفرص الأفضل عادة، كامنة بين الأمور التي لا يُقدم عليها معظم الآخرين.

تتألف عملية بناء محفظة استثمارية بناءً ذكياً، من شراء أفضل الاستثمارات، وإفساح المجال من أجلها عن طريق بيع الاستثمارات الأقل شأنًا، والابتعاد عن الاستثمارات السيئة. وتتألف المادة الأولية لهذه العملية من: (أ) قائمة من الاستثمارات المحتملة، (ب) وتقديرات للقيمة الحقيقية لكل منها، (ج) وإدراك لمدى تلاؤم أسعار هذه الاستثمارات مع قيمتها الحقيقية، (د) وفهم المخاطر الكامنة في كل استثمار، وفهم الأثر الذي يحدثه إدراج هذا الاستثمار ضمن المحفظة الاستثمارية في المحفظة كلها.

تكون الخطوة الأولى عادة، التأكيد من أن الاستثمارات الجاري النظر فيها، تحقق عددًا من المعايير «المطلقة». يمكن حتى للمستثمر المحنك أن يرفض القول: «سأشتري أي شيء إذا كان رخيصًا بما فيه الكفاية». يضع المستثمر غالبًا، قائمة بالاستثمارات المرشحة التي تلبي معايير الحد الأدنى لديه. ومن تلك القائمة، يختار أفضل الصفقات المتاحة. هذا ما ينصبّ عليه التركيز في هذا الفصل كله.

على سبيل المثال، يمكن أن يبدأ المستثمر بتضييق قائمة الاحتمالات، وصولاً إلى الاستثمارات التي تقع مخاطرها ضمن الحدود المقبولة؛ وذلك لأنه يمكن أن توجد مخاطر، لا يرتاح إليها هذا المستثمر أو ذاك. وقد تتضمن الأمثلة على ذلك مخاطرة «التقادم» في القطاعات السريعة التطور في عالم التكنولوجيا، وكذلك مخاطرة المنتجات الاستهلاكية، التي تلقى إقبالاً كبيراً لكنها يمكن أن تفقد شعبيتها. يمكن أن تكون هذه الاستثمارات خارج مجال مهارات بعض المستثمرين. ويمكن أيضاً أن يعدّ المستثمر بعض الشركات غير مقبولة بالنسبة إليه إطلاقاً؛ لأنّ القطاعات التي تنتمي إليها هذه الشركات، عصية على التنبؤ، أو لأنّ البيانات المالية لتلك الشركات غير شفافة بما فيه الكفاية.

من المنطقي، أن يرغب المستثمر في التركيز على استثمارات تقع ضمن قطاع بعينه من طيف المخاطرة الواسع. ومن الممكن أن تتيح الأسهم والسندات التي تعدّها السوق شديدة الأمان،

عائدات منخفضة لا تثير اهتمام المستثمر، بينما يمكن أن تتجاوز الأسهم والسندات الواقعة على الناحية الأخرى من الطيف، قدرة المستثمر المعني على تحمّل المخاطر. بكلمات أخرى: يمكن أن توجد بصورة منطقية، أماكن لا يريد المستثمر الذهاب إليها، وذلك بغض النظر عن الأسعار.

لا يقتصر الأمر على وجود مخاطر لا يريد المستثمر قبولها، لكن يمكن أيضاً أن توجد مخاطر، لا يرغب عملاء المستثمر في تحمّلها. يصح هذا خاصة في عالم الاستثمار المؤسساتي، حيث يندر أن نجد مديراً للاستثمار يقول له عملاؤه: «هذا هو المال، فافعل به ما شئت».

لا يقتصر عمل مدير الأموال على الإقدام على استثمارات تحمل إمكانية الربح، بل يشمل أيضاً إعطاء العملاء ما يريدون. هذا لأن معظم المستثمرين المؤسساتيين، موظفون يقومون بمهام محدّدة في ما يخص فئات الأصول وأسلوب الاستثمار المرغوب. وإذا كان المستثمر قد جاء إليك من أجل نوع محدّد من الاستثمارات، فما من شيء يمكن أن تجنيه من التوجه إلى استثمارات أخرى، وذلك بغض النظر عن مدى جاذبية تلك الاستثمارات.

على سبيل المثال، إذا كان المدير ينصح بحسابات معينة استناداً إلى خبرته في التكنولوجيا العالية والأسهم المرتفعة القيمة، فيوجد مخاطرة حقيقية في التوجّه إلى الاستثمار، في مجموعة من شركات التكنولوجيا العالية الناشئة حديثاً (لأنّ قيمتها لم ترتفع بعد).

ومن هنا، فإنّ نقطة البدء في بناء المحفظة الاستثمارية، ليست كامنة في التوجّه إلى «كون من دون حدود» في معظم الأحيان. توجد استثمارات يمكن عدّها مرشحة واقعية لإدراجها في المحفظة الاستثمارية، واستثمارات ليست كذلك.



بعد أن قدّمنا تعريفاً لـ «المجموعة الصحيحة» من الاستثمارات، فإنّ الخطوة التالية هي اختيار الاستثمارات المناسبة من تلك المجموعة. يجري ذلك من خلال تحديد الاستثمارات، التي تتيح أفضل نسبة بين المخاطر المحتملة والعائدات المحتملة، أو التي تقدّم أفضل قيمة مقابل المال. هذا ما كان يتحدّث عنه سيد كوتل، محرّر الطبقات الأخيرة من «سكويرتي أناليسيس» الصادرة عن مؤسسة «غراهام أند دود»، عندما قال لي إنّه يرى «أنّ الاستثمار هو انضباط الاختيار النسبي». لقد ظلّ هذا التعبير مطبوعاً في ذاكرتي 35 عاماً.

كانت جملته الصغيرة هذه تحمل رسالتين مهمتين: الأولى، يجب أن تكون عملية الاستثمار عملية دقيقة منضبطة. والثانية، إنها عملية مقارنة بالضرورة. سواء أكانت الأسعار مبالغاً في ارتفاعها أم في انخفاضها، وسواء أكانت العائدات المتوقعة مرتفعة أم منخفضة، فإن علينا أن نجد الاستثمار الأفضل من بينها. وبما أننا لا نستطيع تغيير السوق فإن خيارنا الوحيد، إن أردنا المشاركة فيها، هو اختيار الصيغة الأفضل من الاحتمالات الموجودة. هذه هي القرارات النسبية.



ما الذي يجعل ذلك الاستثمار الذي نبحث عنه متميزاً؟ المسألة متعلقة بالسعر إلى حد كبير، مثلما ذكرت في الفصل الرابع. ليس هدفنا هو العثور على أصول جيدة نشتريها، بل العثور على صفقات شراء جيدة. لذا، فإن الأمر غير متعلق بما تشتريه، بل بما تدفعه من مال لقاء حيازته. يمكن لأصل رفيع الجودة، أن يشكّل صفقة جيدة أو سيئة، ويمكن لأصل متدني الجودة أن يشكّل صفقة جيدة أو سيئة. إن الميل إلى الخلط بين المزايا الموضوعية والفرص الاستثمارية، والفضل في التمييز بين الأصول الجيدة والصفقات الجيدة، هو ما يؤدي بكثير من المستثمرين إلى الوقوع في المشاكل.

وبما أن البحث يجري عن صفقات شراء جيدة، فإن هدفي الأول في هذا الفصل، هو شرح ما يجعل صفقة الشراء جيدة. يعني هذا أن السعر يجب أن يكون منخفضاً مقارنة مع القيمة، ويعني أن العائدات المحتملة يجب أن تكون مرتفعة مقارنة مع المخاطر الملازمة لهذا الاستثمار. كيف نجد صفقات من هذا النوع؟

لقد استفتت في الفصل العاشر من مثال حمى الاندفاع إلى أسهم التكنولوجيا؛ للتدليل على العملية الموثوقة التي يمكن من خلالها أن تتحوّل فكرة جيدة من حيث الأساس، إلى فقاعة قائمة على المبالغة في التسعير. يبدأ الأمر عادة بأصل استثماري جذاب موضوعياً. ومع إعجاب الناس بهذا الأصل، فإن رغبتهم في شرائه تزداد. هذا ما يجعل رأس المال يتدفق والأسعار ترتفع. يجد أشخاص آخرون في ارتفاع السعر، دلالة على مزايا ذلك الاستثمار فيندفعون إلى الشراء بدورهم. ويسمع غيرهم عن هذا الاستثمار للمرة الأولى، فينضمون إلى الحشد المندفع؛ فيتخذ هذا الميل الصاعد مظهر دورة جيدة لا تعرف التوقف. إنها من حيث الأساس، مباراة في الشعبية لا يفوز فيها إلا الأصل المعني! إذا استمر الأمر مدّة كافية، واكتسب هذا الاندفاع قوة كافية؛ فإن هذه الأنماط الاستثمارية تتحوّل إلى فقاعات. وهذه الفقاعات تمنح المستثمر الفطن كثيراً من الأمور التي يمكن أن يبيعهها، بل التي يمكن أن يبيعهها قبل أن يمتلكها أيضاً.

إنّ العملية التي يجري من خلالها إيجاد صفقات شراء جيّدة معاكسة تماماً لما تقدّم. وكما تتمكّن من العثور على هذه الصفقات؛ فمن المهم أن تفهم ما يجعل السهم يفقد الحظوة لدى المستثمرين. لا يحدث هذا بالضرورة نتيجة عملية تحليلية حقيقية. والواقع أنّ معظم العملية يكون «نقيض التحليل»، وهذا يعني أنّه من المهم أن نفكر في القوى النفسية الكامنة وراء الأمر، وفي تغيّرات الشعبية التي تحرك هذا المسار كلّهُ.

إذن، ما الذي يجعل الأسعار منخفضة، قياساً إلى القيمة الحقيقية؟ وما الذي يجعل العائدات مرتفعة قياساً إلى المخاطر؟ بكلمات أخرى: ما الذي يجعل شيئاً يباع بأقل ممّا يستحق؟

- خلافاً للأصول التي تصبح موضوعاً للإقبال الشديد على الشراء؛ فإنّ الصفقات الجيّدة المحتملة تُظهر شيئاً من الضعف الموضوعي. يمكن أن تكون فئة الأصول المعنية مصابة بشيء من الضعف، ويمكن أن تكون الشركة المعنية متأخرة بعض الشيء ضمن قطاعها. ويمكن أن تكون ميزانية الشركة، معتمدة على الاقتراض أكثر ممّا يجب، أو يمكن أن يقدّم السهم إلى حامله حماية هيكلية غير كافية.

- بما أنّ عملية الوصول إلى الأسعار العادلة في السوق الفاعلة، تتطلب مشاركة الناس الذين يتمتّعون بالموضوعية والقدرات التحليلية، فإنّ الصفقات تجري غالباً، استناداً إلى اللاعقلانية، أو إلى الفهم غير الكامل. وهكذا فإنّ الصفقات الجيّدة تنشأ غالباً، عندما يفشل المستثمرون في دراسة الأصل المعني دراسة منصفة، أو عندما يفشلون في النظر إلى ما يتجاوز السطح لفهم الموقف فهمًا شاملاً، وعندما يفشلون أيضاً في التغلّب على «ميلٍ ما» لا علاقة له بالقيمة، يمكن أن يتجلّى على صورة انحياز غير موضوعي لاستثمار معين، أو على صورة نفور غير موضوعي من ذلك الاستثمار.

- خلافاً لـ «محبوبات السوق» من الأسهم، فإنّ الأصول «اليتيمة» تتعرّض إلى التجاهل أو الاحتقار. وهي لا تذكر في وسائل الإعلام ولا في حفلات الاستقبال، إلّا لزمّها فقط. يكون سعر الأسهم موضوع الصفقة الجيّدة متهاوياً، ما يجعل مفكّري المستوى الأول يسألون: «من عساه يرغب في امتلاك ذلك السهم؟». (يستحق الأمر تكرار القول إنّ معظم المستثمرين يعتمدون على استمرار الأداء الماضي، ويتوقّعون تواصل الميل مثلما هو، بدلاً من التوقّع المعقول، القائل إنّ الأمر لن يلبث أن يتراجع ليعود إلى القيمة المتوسطة. يميل مفكّرو هذا المستوى، إلى رؤية ضعف السعر في الماضي، على أنّه أمر يدعو إلى التشاؤم، وليس علامة تشير إلى أنّ الأصل المعني قد بات أرخص سعراً من ذي قبل).

- نتيجة لذلك، يميل الأصل موضوع الصفقة إلى أن يصبح ضعيف الشعبية إلى حد كبير. وتحافظ رؤوس الأموال على مسافة منه، أو تفر مبتعدة عنه، ولا يجد أحد سبباً لاقتنائه. وإليكم مثلاً، على كيفية إيجاد صفقات جيدة، عندما تصبح فئة الأصول المعنية كلها مجافية للميل العام:

إن قصة السندات في السنوات الستين الأخيرة، معاكسة تماماً لقصة زيادة الشعبية التي تمتعت بها الأسهم. في البداية ذوت السندات، بينما استقطبت الأسهم الأضواء كلها في الخمسينيات والستينيات. وفي نهاية عام 1969م، أعلنت النشرة الموجزة لبيانات السندات التي كانت تصدر أسبوعياً عن «فيرست ناشيونال سيتي بانك» النهاية الحزينة لتلك القصة، عندما حملت عبارة «الطبعة الأخيرة» ضمن مستطيل أسود في الصفحة الأولى. تعرّضت السندات إلى تراجع كبير جداً في بيئة أسعار الفائدة المرتفعة التي سادت في السبعينيات. وعلى الرغم من تراجع أسعار الفائدة تراجعاً ثابتاً خلال الثمانينيات والتسعينيات، لم تحظ السندات بفرصة للنهوض بصورة توازي الأرباح الدراماتيكية التي حققتها الأسهم.

ومع حلول النصف الثاني من التسعينيات، كان الناس يشعرون بأن أي استثمار في السندات بدلاً من الأسهم، يشبه مرساة تثبتهم في أماكنهم فتعيق أداءهم. لقد كنت رئيس اللجنة الاستثمارية في إحدى المؤسسات الخيرية، وكنت «أراقب» مؤسسة شقيقة في مدينة أخرى - عانت سنوات كثيرة من مزيج من السندات والأسهم بنسبة 80 إلى 20 -، لقد تحولت هذه المؤسسة إلى نسبة مختلفة ألا وهي صفر إلى مئة، واستغنت عن السندات تماماً. تخيلت آنذاك المستثمر المؤسساتي من النمط المألوف يقول ما يأتي:

«لدينا قسم صغير من الدخل الثابت. لا أستطيع أن أقول لكم السبب. إنها حادثة تاريخية! لقد أقدم الشخص الذي كان قبلي على ذلك، ثم ضاعت أسباب فعلته في غياهب الماضي. وأما الآن، فإن مقتنياتنا من السندات تخضع للمراجعة بقصد تخفيضها».

على الرغم من أن الاهتمام بشراء مزيد من الأسهم ظل منخفضاً في العقد الحالي، فإن أموالاً قليلة تدفقت إلى سوق السندات الممتازة. لقد نتج التراجع المستمر في شعبية السندات - من بين أسباب أخرى - بفعل قرار اتّخذه وزير الاحتياطي الأمريكي آلان غرينسبان، يقضي بالمحافظة على أسعار فائدة منخفضة من أجل حفر الاقتصاد ومقارعة الصدمات الخارجية (على غرار ربع Y₂K)، وبما أن سندات الخزينة والسندات الممتازة، تدرّ (3% - 4%)؛ فإنها لا تمثل شيئاً مغرياً في نظر المستثمرين، الذين يحاولون الحصول على 8%.

«الحواف الدنيا» 10 سبتمبر، 2010م

“Hemlines,” September 10, 2010

بعد أن استمرّت العملية الموصوفة أعلاه مدّة كافية من الزمن، وبعد أن انخفض اقتناء السندات إلى الحدّ الكافي، عادت السندات لتُعدّ استثماراً متميّز الأداء. لم يقتض الأمر إلاّ حدوث تغيير في البيئة كان من شأنه زيادة الرغبة في السلامة والأمان إزاء الاحتمالات الخطرة. ومثلما يحدث عادة بعد أن تجري المبالغة في تسعير أصل من الأصول مدّة من الزمن، أدرك المستثمرون فجأة مدى جاذبية السندات، وأدركوا أنّهم لا يحوزون كمية كافية منها. هذا نمط من السلوك يقدّم فرصة ربح لمن يدركون الأمر في وقت مبكر.



ليست الأصول المسعّرة بصورة عادلة هدفاً لنا على الإطلاق؛ لأنّ افتراض أنّها لن تعطي إلاّ عائدات عادلة مقابل المخاطرة الملازمة لها افتراض منطقي. وأما الأصول المسعّرة بأكثر من قيمتها، فهي لا تنفعنا أيضاً بطبيعة الحال. هدفنا هو العثور على أصول مسعّرة بأقل من قيمتها. أين يتعيّن البحث عن هذه الأصول؟ نجد الأماكن المناسبة لبدء البحث بين الأمور التي:

- ليست معروفة كثيراً، وليست مفهومة تماماً.
- تثير تساؤلات كثيرة في الظاهر.
- يثور حولها جدل، أو تبدو مخيفة، أو غير مناسبة.
- تعدّ غير مناسبة للمحافظ الاستثمارية «المحترمة».
- لا تلقى تقديراً كثيراً ولا شعبية كبيرة، ولا يحبّها أحد.
- لها سجلّ في الإيرادات المتدنية.
- تعرّضت في الآونة الأخيرة إلى انسحاب الاستثمارات منها.

إذا أردنا اختصار الأمر كلّ في جملة واحدة، أقول إنّ الشرط الضروري لوجود صفقات جيّدة، هو أن يكون مظهرها أسوأ من حقيقتها إلى حدّ كبير. يعني هذا أنّ أفضل الفرص توجد عادة، بين الأمور التي لا يُقدّم عليها معظم الآخرين. وبعد كل حساب، إذا كان لدى كل الناس شعور طيّب تجاه شيء ما، وإذا كانوا كلّهم راغبين في شرائه، فلن يكون هذا الشيء مسعّراً بصورة تجعله صفقة جيّدة.

عندما تحوّلت من أبحاث الشركات إلى إدارة المحافظ الاستثمارية في «سيتي بانك» عام 1978م، كان حظّي جيّداً؛ إذ طُلب إليّ أن أعمل في فئات أصول، تلبّي قسماً من المعايير المذكورة أعلاه. كانت مهمتي الأولى في ميدان الأسهم القابلة للتحويل. وكانت سوق هذه الأسهم تعدّ مكاناً خاملاً منزوياً، أقل قيمة وأصغر شأنًا ممّا نعرفه الآن. وبما أنّها كانت تمنح المستثمرين مزايا كلّ

من الأسهم والسندات، فقد كان إصدارها لا يجري إلا بصفتها الملاذ الأخير للشركات الضعيفة، التي تفتقر إلى بدائل أخرى، وذلك مثل تجمعات الشركات القديمة، وشركات السكك الحديدية والخطوط الجوية. كان عامة المستثمرين يشعرون أن هذا الأمر، يحمل تعقيداً لا لزوم له: إذا كنت تريد أن تكون لديك خصائص الأسهم وخصائص السندات، فلماذا لا تشتري بعض السندات وبعض الأسهم؟ وإذا كنت تحب الشركة المعنية، فلماذا لا تشتري أسهمها وتضمن عائداتها كلها لنفسك، بدلاً من الاستثمار في هذه الأداة الاستثمارية الدفاعية الهجين؟ لا بأس، كلما شعر «الجميع» بعدم وجود ميزة في أمر من الأمور، يكون من المنطقي الافتراض أنه أمر غير محبوب، وأن أحداً لا يريده، وأنه يمكن أن يكون مسعراً بأقل من قيمته الحقيقية. وهذا ما جعل المقالة التي تحدثت عني وظهرت في مجلة «بنزس ويك» عام 1984م، تحمل العنوان الآتي: «لا يشتري الرجال الحقيقيون هذه الاستثمارات، وهذا ما يجعل الجبناء من أمثالي قادرين على شرائها بسعر بخس».

في ما بعد، طُلب إلي عام 1978م، أن أبدأ صندوقاً استثمارياً للسندات ذات العائدات المرتفعة. كانت هذه السندات ذات التصنيف المنخفض، مثقلة بذلك الاسم المزعج: «السندات الرديئة» "Junk Bonds". وكانت عاجزة عن تلبية متطلبات الحد الأدنى لدى معظم المؤسسات الاستثمارية، التي تطلب «درجة استثمارية أو أفضل»، أو «الفئة (أ) أو أفضل». يمكن أن تفقد السندات السيئة قيمتها، فما الذي يمكن أن يسمح بعدها مقتنيات جيدة بالنسبة إلى الصناديق التقاعدية أو المؤسسات الخيرية؟ وإذا اشترى أحد الصناديق سنداً من شركة مضاربة، ثم تلاشت قيمة هذا السند، فكيف يمكن للقائم على الاستثمار أن يتفادى الإحراج الناجم عن ذلك، وأن يفلت من اللوم بسبب إقدامه على شيء يعرف مسبقاً أنه يتضمّن تلك المخاطرة؟ يمكن العثور على دليل ممتاز على إمكانيات هذه الأوراق المالية، وذلك في وصف إحدى وكالات التصنيف للسندات من الفئة (ب) بصفحتها «تفتقر إلى خصائص الاستثمار المرغوب». بعد أن وصلنا إلى هذه النقطة، أصبح عليك أن تسارع إلى السؤال، عمّا يمكن أن يجعل أي شخص يصدر أوراقاً مالية، إلى أية فئة محتملة من الاستثمارات، من دون إشارة إلى السعر؟ يبيّن التاريخ اللاحق لهذه السندات أنه: (أ) إذا كان لدينا شيء لا يهتم أحد بملكته، فإن الطلب عليه (وبالتالي احتمال حركة السعر) لا يمكن إلا أن يكون باتجاه صاعد؛ لأنّه لا يمكن أن يهبط، (ب) عبر الانتقال من «تحریم» الاستثمار إلى عدّه استثماراً مقبولاً فحسب، يكون موضوع الاستثمار قد أدى أداءً جيّداً بالفعل.

وأخيراً، جاء شريكاي بروس كارش وشيلدون ستون إليّ بفكرة لامعة، تقوم على تشكيل صندوق للاستثمار في الديون المعسرة. ما الذي يمكن أن يبدو أكثر تنفيراً وأقل احتراماً، من الاستثمار

في سندات الشركات المفلسة، أو التي يكاد يجمع الناس على أنّها موشكة على الإفلاس؟ من عساه يستثمر في شركات أظهرت لتوها افتقاراً إلى القدرة على الاستمرار المالي، وضعفاً في الإدارة؟ وكيف يمكن لأحد أن يستثمر هذا الاستثمار غير المسؤول في شركات تتعرّض إلى حالة سقوط حر؟ بطبيعة الحال، وبالنظر إلى كيفية سلوك المستثمرين، فإنّ أي أصل يعدّ سيئ الأداء، عند نقطة محدّدة من الزمن، تصبح لديه فرصة طيبة في أن يكون أرخص الأصول على الإطلاق. لا ضرورة لأن تكون الصفقات الاستثمارية الجيدة، متعلّقة بأصول رقيقة الجودة. والواقع أنّ الأمور تكون أكثر ميلاً إلى انخفاض الثمن، إذا كان انخفاض الجودة قد أخاف الناس وأبعدهم عنها.

كانت كل فئة من فئات الأصول تلك تلبّي معظم المعايير المذكورة أعلاه في هذا الفصل أو كلّها. كانت غير معروفة تقريباً، وغير مفهومة، وغير محترمة. وما كان أحد ليقول عنها كلمة طيبة! وكان كلّ منها تمثيلاً لعدم الراحة والغرابة وللإستثمار غير اليقظ، الذي يتحدث عنه ديفيد سوينسون في الفصل الحادي عشر من هذا الكتاب... وهذا ما جعل كلاً منها يتحوّل إلى مكان ممتاز خلال 20 أو 30 عاماً تلت ذلك. أمل أن تكون هذه الأمثلة التي تشمل نطاقاً واسعاً، قد أعطتك فكرة جيّدة عن الأماكن التي يمكن العثور فيها على صفقات جيّدة.



بما أنّ الصفقات الجيدة تقدّم قيمة مقابل أسعار منخفضة انخفاضاً غير منطقي - تقدّم نسباً غير مألوفة للعائدات مقابل المخاطر - فإنّها تمثّل «مكاناً مقدّساً» بالنسبة إلى المستثمرين. يجب ألاّ توجد هذه الصفقات في سوق فاعلة، وذلك للأسباب المبينة في الفصل الثاني؛ لكنّ كل شيء في تجربتي، يخبرني أنّ القوى التي يفترض أن تلغي هذه الصفقات الجيدة، على الرغم من أنّ وجودها ليس قاعدة دائمة، تفشل غالباً في إلغائها.

نحن مستثمرون فاعلون؛ لأننا نؤمن بقدرتنا على التفوّق على السوق، من خلال تحديد الفرص المتفوّقة المتميّزة. ومن ناحية أخرى، فإنّ الكثير من «الصفقات الخاصة» التي تُعرض علينا، تكون جيّدة إلى حدّ يجعلها لا يمكن أن تكون حقيقية. إنّ تجنّب هذه الصفقات أمر أساسي للنجاح في عالم الإستثمار. ومن هنا، مثلما يكون الأمر في أمور كثيرة جدّاً، فإنّ التفاؤل الذي يدفع المرء إلى أن يكون مستثمراً فاعلاً، والتشكّك الذي ينبثق من افتراض فاعلية السوق، يجب أن يتوازنا.

من الواضح أنّ المستثمر يمكن أن يجد نفسه مجبراً على ارتكاب الأخطاء، بفعل الضعف النفسي أو الأخطاء التحليلية، أو بفعل رفض المضي فوق أرض غير معروفة تماماً. هذه الأخطاء هي

ما يوجد فرصة الصفقات الجيدة بالنسبة إلى مفكّري المستوى الثاني، القادرين على رؤية أخطاء الآخرين والاستفادة منها.