هل ينبغي للجنة الاستثمار في صندوقنا الوقفي أن تخصص 10% من المحفظة لصناديق الائتمان الخاص خلال السنوات الثلاث القادمة؟

مثال توضيحي: الجهة والأرقام افتراضية، والجلسة حقيقية.

الحكم النهائي

لا.

أجابت المحكمة عن السؤال بالنفي.

مدعومة، مع مخالفة

2 من 3 محاور · مقروءة من سجل المحكمة

ماذا تفعل

أبقِ التخصيص الحالي للمحفظة بعيداً عن صناديق الائتمان الخاص، وأجّل أي قرار بالتخصيص حتى تُعالج اللجنة ثغرات الحوكمة والقدرة التنفيذية.

ثقل القضاة

13 من 18 صوتاً ضد (72%)

المحور 1 · 1-5 · مع

المحور 2 · 6-0 · ضد

المحور 3 · 6-0 · ضد

السجل 17 · خُتم في 11 نوفمبر 2026

البصمة: 95cb6e554a55544e6a0176f87c1c4238dd623f3c100a06ab89e699564daaf44e

سياق القرار كما قدّمته المؤسسة

صندوق وقفي جامعي توضيحي في الخليج، حجمه نحو 400 مليون دولار. توزيعه الحالي: 45% أسهم مدرجة، و35% سندات وصكوك ذات تصنيف استثماري، و10% عقارات، و10% نقد. يصرف الصندوق 4.5% سنوياً لتمويل المنح والبحث العلمي، ولا يجوز خفض هذا الصرف دون موافقة مجلس الأمناء. يقترح مدير الاستثمار الالتزام بـ10% (نحو 40 مليون دولار) في صندوقين أو ثلاثة من صناديق الائتمان الخاص على مدى ثلاث سنوات، بعائد صافٍ متوقع بين 8 و10% سنوياً، ورأس مال مجمّد من 5 إلى 7 سنوات. تجتمع اللجنة كل ثلاثة أشهر، وليس لديها فريق داخلي للأسواق الخاصة، وستعتمد على مستشار خارجي في اختيار المديرين.

لماذا هذا الحكم

الأسس

1. العائد الصافي مشكوك فيه بسبب غياب الشفافية في التقييم

تقييمات الائتمان الخاص تعتمد على نماذج داخلية لا على أسعار سوق شفافة، وفق ما أكده تقرير صندوق النقد الدولي للاستقرار المالي لأبريل 2024. هذا يعني أن العائد المُعلَن قد يُخفي خسائر كامنة لم تُسجَّل بعد، مما يُفقد المقارنة مع السندات والصكوك ذات التصنيف الاستثماري أساسها الموضوعي.

المحور 2

2. اللجنة تفتقر إلى القدرة المؤسسية اللازمة للرقابة الفعّالة

لا يوجد فريق داخلي متخصص بالأسواق الخاصة، واللجنة تجتمع فصلياً فحسب، مما يجعلها عاجزة عن تمحيص تقارير المديرين أو مساءلة المستشار الخارجي. توصية صندوق النقد الدولي بنهج رقابي أكثر تدخلاً تجاه مستثمري الائتمان الخاص تُعزز هذا القصور وتجعله مخاطرة هيكلية لا إجرائية.

المحور 3

المسوِّغ

حين يتعذر التحقق من صافي العائد ويغيب الجهاز المؤسسي القادر على الرقابة، يكون الامتناع عن التخصيص هو القرار المسؤول لصون أصول الوقف.

الدعامة

• صندوق النقد الدولي، تقرير الاستقرار المالي العالمي، أبريل 2024، الفصل الثاني: صعود الائتمان الخاص ومخاطره · imf.org (من المؤسسة · رسمي)

• صندوق النقد الدولي، تقرير الاستقرار المالي العالمي، أبريل 2024، الفصل الثاني: صعود الائتمان الخاص ومخاطره - نسخه كامله · imf.org (من المؤسسة · رسمي)

• ملخص Preqin لتحذير صندوق النقد، مع أرقام حجم السوق (9 أبريل 2024) · preqin.com (من المؤسسة · بحثي)

ما يُضعفها

الوسادة السائلة كافية لاستيعاب الالتزام التدريجي
النقد والسندات والصكوك الاستثمارية في المحفظة تُغطي سنوات من الصرف السنوي، والتخصيص المدرَّج على ثلاث سنوات يُخفف الضغط الفوري على السيولة. هذا الحساب مبني على أرقام المؤسسة نفسها، ويُشير إلى أن الالتزام قابل للاستيعاب في الظروف العادية.

ما لم

• تُثبت بيانات موثقة من مصادر معتمدة أن معدلات التعثر في الائتمان الخاص تظل ضمن حدود مقبولة حتى في ركود مطوّل مشابه لأزمة 2008، مما يُقوّض الحجة بأن النموذج الحديث للإقراض المباشر لم يُختبر في ظروف ضغط حقيقية.

• تُثبت وثائق تعاقدية معتمدة أن اتفاقيات الشراكة المحدودة في الصناديق المعنية تُقيّد فعلياً تسارع استدعاءات رأس المال، مما يُزيل مخاطر تزامن الاستدعاءات مع ضغوط السيولة في أوقات الأزمات.

• يثبت تقييم مستقل أن الاعتماد على مستشار خارجي وحده يُوفر رقابة كافية على اختيار مديري صناديق الائتمان الخاص ومتابعتهم في غياب فريق داخلي متخصص، مما يُعالج الثغرة الحوكمية الجوهرية التي وثّقتها المحكمة.

قضايا معلقة سجّلها القضاة

• لم يُحسم بأدلة موثقة سلوك معدلات التعثر والخسائر في الائتمان الخاص خلال ركود طويل. (أثاره 16 قاضياً)

• لم يثبت ما إذا كانت اتفاقيات الشراكة المحدودة المزمع توقيعها تقيّد تسريع استدعاء رأس المال. (أثاره 6 قضاة)

• هل لدى اللجنة أو يمكنها التعاقد على آلية مستقلة فعلية لاكتشاف تضارب مصالح المستشار الخارجي ومراجعة تقارير المديرين؟ (أثاره 3 قضاة)

• لا تتوفر بيانات موثّقة من المستوى الأول أو الثاني عن أداء صناديق وقفية خليجية مماثلة الحجم استثمرت في الائتمان الخاص، مما يجعل مقارنة الأداء الفعلي في السياق الإقليمي المحدد غير ممكنة. (أثاره قاضيان)

• لا يوجد في ملف القضية دليل موثوق على نسبة صناديق الوقف الصغيرة والمتوسطة التي حققت نجاحاً في الائتمان الخاص عبر مستشارين خارجيين دون فرق داخلية، وهو المحور الجوهري للنقاش. (أثاره قاضيان)

• لا يوجد دليل موثق يُثبت أو ينفي أن آليات الإفصاح التعاقدي كافية لاكتشاف تضارب مصالح المستشارين الخارجيين في غياب فريق داخلي متخصص. (أثاره قاضيان)

• هل يتحمل الصندوق تجميد نحو 40 مليون دولار مع صرف 4.5% سنوياً وهو بلا فريق داخلي ولجنة ربع سنوية؟ لا توجد في الملف دراسة سيولة. (أثاره قاضٍ واحد)

القضاة

المحور 1: السيولة والمخاطر: هل يستطيع الصندوق تحمّل تجميد رأس المال ومخاطر التعثر في الائتمان الخاص خلال فترة ركود، دون الإخلال بالتزامات الصرف السنوية؟

5-1

القاضي 1 · مع

أقوى نقطة · مع: الحجة مع تُقدّم حساباً منطقياً للسيولة: 10% نقد و35% سندات يُشكّلان وسادة سيولة نظرية تتجاوز عشر سنوات من الصرف السنوي البالغ 4.5%، وهذا الحساب يستند إلى أرقام المحفظة الواردة في وصف القضية ذاته.

أضعف نقطة · مع: جميع الأدلة الكمية التي تستند إليها الحجة مع بشأن معدلات التعثر والخسائر مصدرها مواقع ويب (المستوى الرابع)، وبالتالي تُعدّ غير موثقة وفق قواعد التحكيم، ولا يمكن الاستناد إليها في قرار حاسم.

أقوى نقطة · ضد: تقرير صندوق النقد الدولي (أبريل 2024) الذي يُعدّ مصدراً مؤسسياً موثوقاً أوصى بنهج رقابي أكثر تدخلاً تجاه صناديق الائتمان الخاص، وأشار إلى مخاطر التقييم المتأخر، مما يُعزّز تحذيرات الحجة ضد من أن الأرقام الظاهرة لا تعكس المخاطر الحقيقية.

أضعف نقطة · ضد: الحجة ضد تستند إلى سيناريو أزمة 2008 لإثبات تسارع استدعاءات رأس المال، لكنها لم تُقدّم أي دليل موثق من مصادر معتمدة يُثبت هذا السلوك تحديداً في صناديق الائتمان الخاص ذات الإقراض المباشر.

القاضي 2 · ضد

أقوى نقطة · مع: بيانات مؤشر Proskauer للتعثر في الائتمان الخاص تُشير إلى أن معدلات التخلف عن السداد ظلت دون 3% منذ منتصف 2021، وأن الخسائر الفعلية المحققة بقيت دون المتوسط التاريخي البالغ 1%، مما يدعم جزئياً فكرة أن المخاطر في الظروف الاعتيادية محدودة.

أضعف نقطة · مع: النموذج الحديث للإقراض المباشر الأول الرهن، الذي يُشكّل العمود الفقري للائتمان الخاص اليوم، لم يُختبر قط في ركود مطوّل مع ارتفاع معدلات التعثر؛ وهذا ما أقرّ به أحد المصادر الذي أشار صراحةً إلى هذا القيد الجوهري، مما يجعل أرقام التعثر الحالية غير قابلة للاسقاط على سيناريوهات الركود.

أقوى نقطة · ضد: تقرير صندوق النقد الدولي للاستقرار المالي (أبريل 2024) يُحذّر من أن التقييمات المتأخرة في الائتمان الخاص قد تُخفي تدهوراً حقيقياً في جودة المحافظ لا يظهر إلا في مرحلة متأخرة، مما يُضعف قدرة الصندوق على الاستجابة الاستباقية في غياب فريق داخلي متخصص.

أضعف نقطة · ضد: جميع استنتاجات الحجة ضد المتعلقة بتسارع استدعاء رأس المال في أزمة 2008، وبغياب الضمانات التعاقدية، وبالخطأ المنهجي في حساب وسادة السيولة، صُنِّفت بوصفها غير كافية الدعم ولا تستند إلى وقائع موثّقة في ملف القضية.

القاضي 3 · مع

أقوى نقطة · مع: أرقام التعثر دون 3% والخسائر المحققة دون 1% جاءت من مصدرين ويبيّن أحدهما أنها تخص الشريحة الأكبر والأكثر أماناً، لكنهما من الويب غير المحكّمة. فهي تدعم الاتجاه ولا تحسم السلوك في الركود.

أضعف نقطة · مع: وسادة السيولة تفترض أن السندات والصكوك تحتفظ بقيمتها وسيولتها وقت الأزمة، وهو افتراض لم يُختبر ولم يُثبت. كما تتجاهل الحجة أن النقد والسندات مرصودة أصلاً لتمويل الصرف السنوي.

أقوى نقطة · ضد: تشير المصادر إلى أن الائتمان الخاص لم يُختبر في ركود ممتد، وأن أرقام التعثر الحديثة جاءت في اقتصاد متين. وهذا يضعف الاعتماد على الأرقام الحالية لتقدير المخاطر.

أضعف نقطة · ضد: الاستشهاد بسوق حجمه 1.7 تريليون دولار لا يطابق المصادر المقروءة التي تذكر 1.5 تريليون في 2022 و2.8 تريليون بحلول 2028. وسلوك الصناديق في 2008 والتسريع المفاجئ للاستدعاء بقيا بلا دليل.

القاضي 4 · مع

أقوى نقطة · مع: الحجة مع تطالب الخصم بإثبات ترابط الصناديق في مصادر السيولة، وهذا اعتراض منهجي سليم على سيناريو مركّب لم يُدعَّم بدليل.

أضعف نقطة · مع: ادعاءات القيود التعاقدية على تسريع الاستدعاء، وأن أزمة 2008 طالت محافظ تتجاوز 30%، وأن الاستعانة بمستشار خارجي معيار سائد، لا يسندها أي دليل مقروء؛ فالمصدر المستشهد به (ردّ جمعية القروض) لا يتضمن في المادة المقدمة ما يثبتها.

أقوى نقطة · ضد: إشارة المصدر إلى أثر المقام (denominator effect) واستمرار الاستدعاءات أثناء هبوط الأصول العامة مخاطرة حقيقية

من الدرجة الثانية على أفق ثلاث إلى خمس سنوات، لكنها صادرة عن مصدر ويب من الفئة الرابعة.
أضعف نقطة · ضد: الاستشهاد بأن الارتباط بين الضغط والائتمان الخاص يتضاعف، وبأن حجم السوق 1.7 تريليون دولار، لا يسنده أي مقتطف مقروء؛ فالمقتطفات المتاحة من تقرير صندوق النقد وPreqin تذكر 1.5 تريليون لعام 2022 و2.8 تريليون بحلول 2028 فقط.

القاضي 5 · مع

أقوى نقطة · مع: جدولة الالتزام على ثلاث سنوات، وحجمه البالغ 40 مليون دولار مقابل أصول سائلة أكبر منه بكثير، تجعل الصرف السنوي الملزم غير معرّض مباشرة لاستدعاءات رأس المال في الظروف المعتادة.
أضعف نقطة · مع: تنسب الحجة مع إلى صندوق النقد الدولي وإلى جمعية صناعة القروض (LSTA) أقوالاً لا تظهر في المقتطفات المتاحة، منها التمييز بين الإقراض المباشر بضمانات أولى والأدوات المضاربية، وأن الاعتماد على المستشارين الخارجيين معيار سائد، والقيود التعاقدية على تسريع الاستدعاء.
أقوى نقطة · ضد: دعوة صندوق النقد الدولي، بحسب ملخص Preqin، إلى نهج رقابي وتنظيمي أكثر تدخلاً تجاه صناديق الائتمان الخاص ومستثمريها المؤسسيين تؤيد الحذر حمايةً لسمعة المؤسسة وشرعية قراراتها.
أضعف نقطة · ضد: قول الحجة ضد إن الصناديق سرّعت الاستدعاءات بصورة مفاجئة في أزمة 2008-2009 لا يستند إلى أي مصدر في الملف، فهو تأكيد من المتحاور وحده.

القاضي 6 · مع

أقوى نقطة · مع: الحجة مع تعالج سؤال الهدف مباشرة بحساب كمي قابل للتحقق من معطيات المؤسسة بدلاً من التحذير العام.
أضعف نقطة · مع: أرقام التعثر دون 3% والخسائر دون 1% مصدرها صفحات ويب من مدير صناديق ومنصة تعليمية، فهي غير موثقة، وتغطي فترة ما بعد 2021 فقط.
أقوى نقطة · ضد: تثير الحجة ضد خطر أثر المقام وتزامن الاستدعاءات مع هبوط الأسواق العامة، وهو ما تصفه مذكرة ماتشبوينت عن ميزانية السيولة، وإن كانت صفحة ويب غير موثقة.
أضعف نقطة · ضد: لا تقدم الحجة ضد أي حساب مضاد يبيّن أن الضغوط المتزامنة قد تستنفد وسادة تبلغ نحو عشرة أضعاف الصرف السنوي.

المحور 2: العائد بعد الرسوم: هل يبرر العائد الصافي المتوقع من الائتمان الخاص تفضيله على السندات والصكوك ذات التصنيف الاستثماري التي يملكها الصندوق؟

0-6

القاضي 1 · ضد

أقوى نقطة · مع: الحجة مع تُشير إلى أن تخصيص 10% فحسب من محفظة 400 مليون دولار يُبقي 90% من الأصول سائلة، وهو استدلال منطقي يُقلّص مخاطر السيولة المُثارة، وإن ظلّ غير مدعوم بحقائق موثّقة من مستوى عالٍ.
أضعف نقطة · مع: جميع المطالبات الست المتعلقة بالعائد الصافي الفعلي للائتمان الخاص بعد الرسوم مصنّفة «غير موثّقة»، ولا يوجد في ملف القضية أي حقيقة من المستوى الأول أو الثاني تُثبت الفارق الكمي المُدّعى بين عوائد الائتمان الخاص وعوائد السندات ذات التصنيف الاستثماري.
أقوى نقطة · ضد: الحجة ضد تستند إلى توصية صندوق النقد الدولي باعتماد نهج رقابي أكثر تدخلاً تجاه صناديق الائتمان الخاص، وهو مصدر مؤسسي موثوق يُعزز مخاوف المخاطر الهيكلية.
أضعف نقطة · ضد: جميع استدلالات الحجة ضد المتعلقة بتأثير الرسوم الكمي (1.5-2% إدارة، 20% أداء، رسوم مستشار) تُقدَّم كادعاءات غير مدعومة بحقائق موثّقة من مستوى عالٍ، وبالتالي لا يمكن التحقق من حجم تأثيرها على العائد الصافي.

القاضي 2 · ضد

أقوى نقطة · مع: الحجة مع تُشير إلى حجم سوق الائتمان الخاص البالغ 1.5 تريليون دولار في 2022 مع توقعات بالوصول إلى 2.8 تريليون بحلول 2028 وفق ما رصده ملخص Preqin، مما يُشير إلى ثقة مؤسسية واسعة في هذه الفئة.
أضعف نقطة · مع: جميع ادعاءات العائد الصافي غير موثّقة، وكل الاستدلالات الداعمة لها تحمل وضع 'غير كافٍ' أو 'مدعوم جزئياً' فقط، مما يعني أن الفارق المُعلَن بين 300 و500 نقطة أساس يرتكز على ادعاءات غير مُثبتة لا على حقائق من مصادر موثوقة.
أقوى نقطة · ضد: الحجة ضد تُثير نقطة جوهرية مدعومة بتقرير صندوق النقد الدولي: أن الائتمان الخاص لم يُختبر في دورة تصفية كاملة، وأن هذا الغياب التاريخي يُعدّ مخاطرة هيكلية حقيقية لا يمكن تجاهلها.

أضعف نقطة · ضد: الحجة ضد تبالغ في توصيف مخاطر السيولة، إذ إن تخصيص 10% فقط من المحفظة للائتمان الخاص مع بقاء 10% نقداً و35% سندات سائلة يُوفّر هامشاً معقولاً لتغطية معدل الصرف السنوي البالغ 4.5%.

القاضي 3 · ضد

القاضي 4 · ضد

أقوى نقطة · مع: العائد الصافي المتوقع (8-10%) ورأس المال المجمّد والتوزيع الحالي معطيات من المؤسسة نفسها، والالتزام موزّع على ثلاث سنوات وهو 10% فقط، مما يحدّ من أثر الخطأ على المحفظة.

أضعف نقطة · مع: رقم حجم السوق الذي ذكرته الحجة مع (أكثر من 2.1 تريليون) غير وارد في الوقائع الموثقة، والموثق هو 1.5 تريليون في 2022 وتوقع 2.8 تريليون بحلول 2028. وحجم السوق وحده لا يدل على موثوقية العائد، خصوصاً أن الطلب نما في بيئة فائدة شبه صفرية.

أقوى نقطة · ضد: الحجة ضد تُبرز بحق أن الائتمان الخاص لم يُختبر في دورة تعثر ممتدة، وأن التقييمات لا تعتمد على تسعير سوقي شفاف. وهذا ينسجم مع توصية صندوق النقد بتشديد الرقابة على صناديق الائتمان الخاص ومستثمريها المؤسسيين.

أضعف نقطة · ضد: رسوم الإدارة (1.5-2%) والأداء (20%) ومزاعم تضارب المصالح مع المستشار الخارجي ليست موثقة بمصدر في الملف. كما أن الاستدلالات التي تدعمها مصنفة غير كافية أو مدعومة جزئياً، ولذلك لا تثبت أن علاوة العائد تتلاشى فعلاً.

القاضي 5 · ضد

أقوى نقطة · مع: الحجة مع محقة في أن طلب سجل أداء لصندوق وقفي خليجي اجتاز دورة تعثر كاملة معيار صارم جداً، وفي أن غياب التسعير اللحظي لا يعني بالضرورة تلاعباً محاسبياً.

أضعف نقطة · مع: تقلل الحجة مع من أثر تجميد رأس المال على المستفيدين من المنح والبحث العلمي، رغم أن الصرف بنسبة 4.5% لا يُخفض إلا بموافقة مجلس الأمناء، وتفترض دون دليل أن الصندوق لا يحتاج إلى هذه السيولة.

أقوى نقطة · ضد: تطرح الحجة ضد سؤالاً مشروعاً: لم تُقدَّم أي بيانات موثقة للعائد الصافي بعد رسوم الإدارة والأداء والمستشار معاً لوقف مماثل، والحجة مع لم تملأ هذه الفجوة.

أضعف نقطة · ضد: أرقام الرسوم التي تسوقها الحجة ضد (رسوم إدارة بين 1.5% و2% ورسوم أداء 20%) غير موثقة في السجل. كذلك لم يثبت ما نسبته إلى صندوق النقد من أن التقييمات قائمة على نماذج داخلية وأن دورة التصفية لم تُختبر، لأن نص التقرير غير متاح في الوقائع.

القاضي 6 · ضد

أقوى نقطة · مع: العائد الصافي المتوقع بين 8 و10% رقم ذكرته المؤسسة نفسها في وصف المقترح، وتبني عليه الحجة مع حجة معقولة مفادها أن تخصيصاً محدوداً بنسبة 10% يرفع عائد المحفظة فوق معدل الصرف البالغ 4.5%.

أضعف نقطة · مع: لا يستند إلى أي مصدر قولُ الحجة مع إن رسوم المستشار تتراوح بين 0.2 و0.5%، ولا قولُها إن حجم السوق تجاوز 2.1 تريليون دولار. فملخص Preqin يذكر 1.5 تريليون عام 2022 وتوقعاً يبلغ 2.8 تريليون بحلول 2028، وحجم السوق في ذاته لا يدل على تفوق العائد الصافي.

أقوى نقطة · ضد: تتسق الحجة ضد مع وقائع الحالة المعلنة، وهي غياب فريق داخلي للأسواق الخاصة والاعتماد على مستشار خارجي، وتربطها بخطر اختيار المديرين وبتكاليف إضافية تقتطع من الفارق.

أضعف نقطة · ضد: لا تستند إلى مصدر من الفئات الثلاث الأولى أرقامُ الحجة ضد عن رسوم الإدارة (1.5 إلى 2%) ورسوم الأداء (20%)، ولا قولُها إن سوء الاختيار يمحو العلاوة كلها. وما يشير إلى تآكل العلاوة بفعل خصومات السوق الثانوية مصدر ويب غير متحقق منه، ويستثني الإقراض المباشر صراحةً.

المحور 3: الحوكمة والقدرة: هل تملك اللجنة الخبرة والرقابة اللازمتين لاختيار مديري صناديق الائتمان الخاص ومتابعتهم؟

0-6

القاضي 1 · ضد

أقوى نقطة · مع: تُشير الحجة مع إلى أن نموذج الاعتماد على مستشارين خارجيين معتمد في صناديق وقفية، وأن الاجتماعات الفصلية ملائمة للأصول ذات الأفق الممتد، وهو استدلال منطقي يتوافق مع طبيعة الائتمان الخاص الذي لا يستلزم قرارات يومية.

أضعف نقطة · مع: جميع الادعاءات الجوهرية للحجة مع (كفاية المستشار الخارجي، نجاح الصناديق الصغيرة عبر OCIO، كفاية الإفصاح التعاقدي) مُصنَّفة غير موثقة، وكل الاستنتاجات المرتبطة بها مُصنَّفة غير كافية أو مدعومة جزئياً فقط، مما يُفقدها قوة الإثبات.

أقوى نقطة · ضد: تُشير الحجة ضد إلى إشكالية هيكلية موثقة: اجتماع اللجنة مرة كل ثلاثة أشهر مع غياب أي فريق داخلي للأسواق الخاصة يُنشئ فجوة رقابية حقيقية، وهو وضع تُشير إليه مصادر متخصصة (Brown Brothers Harriman) بوصفه تحدياً فعلياً لحوكمة المؤسسات غير الربحية في الاستثمار الخاص.

أضعف نقطة · ضد: جميع الادعاءات الجوهرية للحجة ضد (أداء أدنى للجان الصغيرة، معدلات نزاعات وخسائر موثقة عند الاعتماد على مستشارين خارجيين) مُصنَّفة غير موثقة، ولا تستند إلى أي حقيقة من الفئة الأولى أو الثانية تُثبت هذه الادعاءات الكمية تحديداً.

القاضي 2 · ضد

أقوى نقطة · مع: الحجة مع تُشير إلى أن سوق الائتمان الخاص بلغ 1.5 تريليون دولار عام 2022 مع توقعات بالنمو، مما يعني وجود قاعدة بيانات أداء تُيسّر على المستشار الخارجي المقارنة والاختيار، وهو اعتبار وجيه يُخفف من بعض مخاطر الاختيار.

أضعف نقطة · مع: الحجة مع تفترض أن الاحتياطي النقدي البالغ 10% (نحو 40 مليون دولار) سيبقى ثابتاً طوال فترة التجميد، لكن ملف القضية يُشير إلى أن الضغوط التشغيلية وأثر المقام قد يستنزفان هذا الاحتياطي، وهو سيناريو لا تُقدّم الحجة مع أي دليل على إمكانية تفاديه.

أقوى نقطة · ضد: الحجة ضد وجيهة في أن تجميد 40 مليون دولار بين خمس وسبع سنوات في صندوق ملزَم بصرف 4.5% سنوياً يُشكّل ضغطاً على السيولة غير قابل للعكس، وهو أسوأ سيناريو يهدد مباشرةً تمويل المنح والبحث العلمي الذي لا يمكن خفضه دون موافقة مجلس الأمناء.

أضعف نقطة · ضد: الحجة ضد تستند إلى استنتاجات غير مثبتة بشأن معدلات الإخفاق وتضارب المصالح لدى المستشارين الخارجيين دون أرقام موثوقة من مصادر من المستوى الأول أو الثاني، مما يُضعف قوة حججها الكمية.

القاضي 3 · ضد

أقوى نقطة · مع: الاحتياطي النقدي البالغ 10% من صندوق بحجم 400 مليون دولار يغطي حسابياً الصرف السنوي البالغ 4.5%، والالتزام موزّع على ثلاث سنوات، فالضغط الفوري على السيولة محدود وفق المعطيات المقدمة في السؤال.

أضعف نقطة · مع: الاستشهاد بهارفارد ويبل وأكسفورد وسنغافورة لا يسنده أي مصدر في الملف، والرقم الذي ساقه المؤيدون عن حجم السوق (1.7 تريليون) غير وارد في المصادر؛ المثبت هو 1.5 تريليون في 2022 وتوقع 2.8 تريليون بحلول 2028، كما أن حجم السوق لا يثبت جودة الرقابة.

أقوى نقطة · ضد: الحجة ضد تربط الخطة بتوصية صندوق النقد الدولي (بحسب ملخص Preqin) بنهج رقابي أكثر تدخلاً تجاه مستثمري الائتمان الخاص، وهو ما يعزز أن الرقابة الفعلية شرط عملي لا ترف.

أضعف نقطة · ضد: الادعاءات الجوهرية للحجة ضد (فقدان الأداء والنزاعات والخسائر في الأوقاف المعتمدة على مستشارين فقط، وأن هارفارد ويبل تملك فرقاً داخلية) غير متحقق منها ولا يدعمها مصدر موثّق؛ والاستدلالات المرتبطة بها وُصفت بأنها غير كافية.

القاضي 4 · ضد

أقوى نقطة · مع: حجة السيولة معقولة حسابياً من معطيات المؤسسة. فالصرف السنوي نحو 18 مليون دولار من صندوق حجمه 400 مليون، والنقد 10% أي نحو 40 مليون دولار، فالتزام الصرف لا يتأثر مباشرة بالنقد وحده.

أضعف نقطة · مع: المقارنة بهارفارد ويبل وأكسفورد وسنغافورة لا تستند إلى أي واقعة في السجل، وبعض الاستدلالات المبنية عليها مصنّفة «غير كافية». كما أن حجة الفارق في الحجم تقلب العبء، فصغر الصندوق يعني أيضاً قلة موارده للرقابة.

أقوى نقطة · ضد: توصية صندوق النقد، كما نقلتها Preqin، بنهج رقابي أكثر تدخلاً تجاه صناديق الائتمان الخاص ومستثمريها المؤسسيين، تنسجم مع قلق المعارضين بشأن ضعف الرقابة.

أضعف نقطة · ضد: الدعاوى الإحصائية عن أداء اللجان الصغيرة ومعدلات النزاعات والخسائر غير مدعومة بأي واقعة، وهي لم تُتحقق. وكل استدلالات المعارضة مصنّفة «غير كافية».

القاضي 5 · ضد

أقوى نقطة · مع: حساب السيولة معقول بالأرقام التي ذكرتها المؤسسة نفسها، فالنقد البالغ 10% يغطي صرفاً سنوياً بنسبة 4.5%، وهذا يخفف خطر تعرّض المنح للضغط في المدى القريب.

أضعف نقطة · مع: استشهادات الحجة مع بهارفارد وييل وأكسفورد وسنغافورة كلها ادعاءات غير موثقة في السجل، ولا يوجد دليل على النجاح المزعوم للأوقاف الصغيرة عبر المستشارين الخارجيين.

أقوى نقطة · ضد: ردّت الحجة ضد على قياس الحجة مع على هارفارد وييل بإبراز الفارق المؤسسي، فتلك المؤسسات تملك قدرة داخلية للإشراف، والوقائع التي ذكرتها المؤسسة تؤكد أن لجنتنا لا تملك مثلها.

أضعف نقطة · ضد: لم تقدّم الحجة ضد أي دليل موثق على أن اللجان المعتمدة على مستشارين خارجيين أضعف أداءً، أو على معدلات النزاعات والخسائر التي ادعتها.

القاضي 6 · ضد

أقوى نقطة · مع: حساب السيولة سليم من معطيات المؤسسة نفسها، فالنقد البالغ 10% (نحو 40 مليون دولار) يتجاوز صرفاً سنوياً نسبته 4.5% (نحو 18 مليون دولار)، وهذا يضعف القول إن السيولة مهددة على المدى القريب.

أضعف نقطة · مع: رقم 1.7 تريليون دولار لحجم السوق غير متحقق، فملخص Preqin يذكر 1.5 تريليون في 2022 وتوقعاً ببلوغ 2.8 تريليون بحلول 2028. ثم إن كبر السوق لا يدل على قدرة اللجنة على الاختيار، والمصادر الأكاديمية تشير إلى غياب قاعدة بيانات مركزية لتعثر القروض الخاصة، وهي مصادر ويب غير متحقق منها.

أقوى نقطة · ضد: التمييز بين التفويض وبين القدرة على مساءلة المفوَّض إليه تمييز منطقي متماسك، ويتسق مع ما أورده مصدر من بنك BBH من أن الاجتماعات الفصلية تصعّب الالتزام بصناديق خاصة يُكتتب فيها بسرعة، وإن كان مصدر ويب غير متحقق.

أضعف نقطة · ضد: حجة السيولة مبالغ فيها، فمعطيات المؤسسة تبيّن أن النقد يغطي الصرف السنوي، والقول باستنزاف الاحتياطي تخمين غير مدعوم.

المصادر

1. Private Credit Perspectives Q1 2026: Signs of Stress or Sound Plumbing? | Long Angle (ويب)

longangle.com

https://www.longangle.com/alts-education/private-credit-perspectives

2. Decoding Defaults in Private Credit (ويب)

cliffwater.com

https://www.cliffwater.com/ResourceArticle/decoding-defaults-in-private-credit?docId=32823

3. The Endowment Liquidity Budget | Matchpoint Insights (ويب)

matchpoint-partners.com

https://www.matchpoint-partners.com/our-insights/endowment-liquidity-budget.html

4. Key Factors in Asset Allocation Decisions for Endowments (ويب)

commonfund.org

https://www.commonfund.org/blog/key-factors-in-asset-allocation-decisions-for-endowments

5. Setting an asset allocation for endowments and foundations (ويب)

bbh.com

https://www.bbh.com/us/en/insights/capital-partners-insights/setting-an-asset-allocation-for-endowments-and-foundations.html

6. Benchmarking Private Credit: What the Data Actually Says (ويب)

larryswedroe.substack.com

https://larryswedroe.substack.com/p/benchmarking-private-credit-what

7. ملخص Preqin لتحذير صندوق النقد، مع أرقام حجم السوق (9 أبريل 2024) (من المؤسسة · بحثي)

preqin.com

https://www.preqin.com/news/private-debts-rapid-growth-merits-closer-scrutiny-imf-says

8. صندوق النقد الدولي، تقرير الاستقرار المالي العالمي، أبريل 2024، الفصل الثاني: صعود الائتمان الخاص ومخاطره (من المؤسسة · رسمي)

imf.org

https://www.imf.org/en/publications/gfsr/issues/2024/04/16/global-financial-stability-report-april-2024

9. صندوق النقد الدولي، تقرير الاستقرار المالي العالمي، أبريل 2024، الفصل الثاني: صعود الائتمان الخاص ومخاطره - نسخه كامله (من المؤسسة · رسمي)

imf.org

https://www.imf.org/-/media/files/publications/gfsr/2024/april/english/ch2.pdf

10. رد جمعية صناعة القروض (LSTA) على فصل صندوق النقد (أبريل 2024) (من المؤسسة · ويب)

lsta.org

https://www.lsta.org/content/whats-the-official-sectors-endgame-takeaway-from-the-imfs-private-credit-review/

11. Private Credit Markets Theory, Evidence, and Emerging Frontiers (نسخة أولية)

arxiv.org

https://arxiv.org/html/2603.14491v1

12. Large Endowments Hold Steady With Private Market Allocations | Chief Investment Officer (ويب)

ai-cio.com

https://www.ai-cio.com/news/large-endowments-hold-steady-with-private-market-allocations

13. An Efficient Allocation for Endowments and Foundations (ويب)

apollo.com

https://www.apollo.com/content/dam/apolloaem/documents/insights/private-investment-grade-an-efficient-allocation-for-endowments-and-foundations.pdf

المنهجية

الحجاج: المناظرة بالاستجواب مع محامي الشيطان. التحكيم: الحكم المستقل المجمَّع، كما في مشروع Good Judgment (برنامج ACE التابع لـIARPA). التقرير: معايير التحليل ICD 203، والتوصية مصوغة وفق بنية Toulmin للحجة.

مثال توضيحي: الجهة والأرقام افتراضية، والجلسة حقيقية.