

تخصيص
الأصول

من الرؤية إلى التنفيذ

كيف يقوم المستثمرون بتفعيل
نهج المحفظة الإجمالية

الأرباح

35%

CAIA
ASSOCIATION®

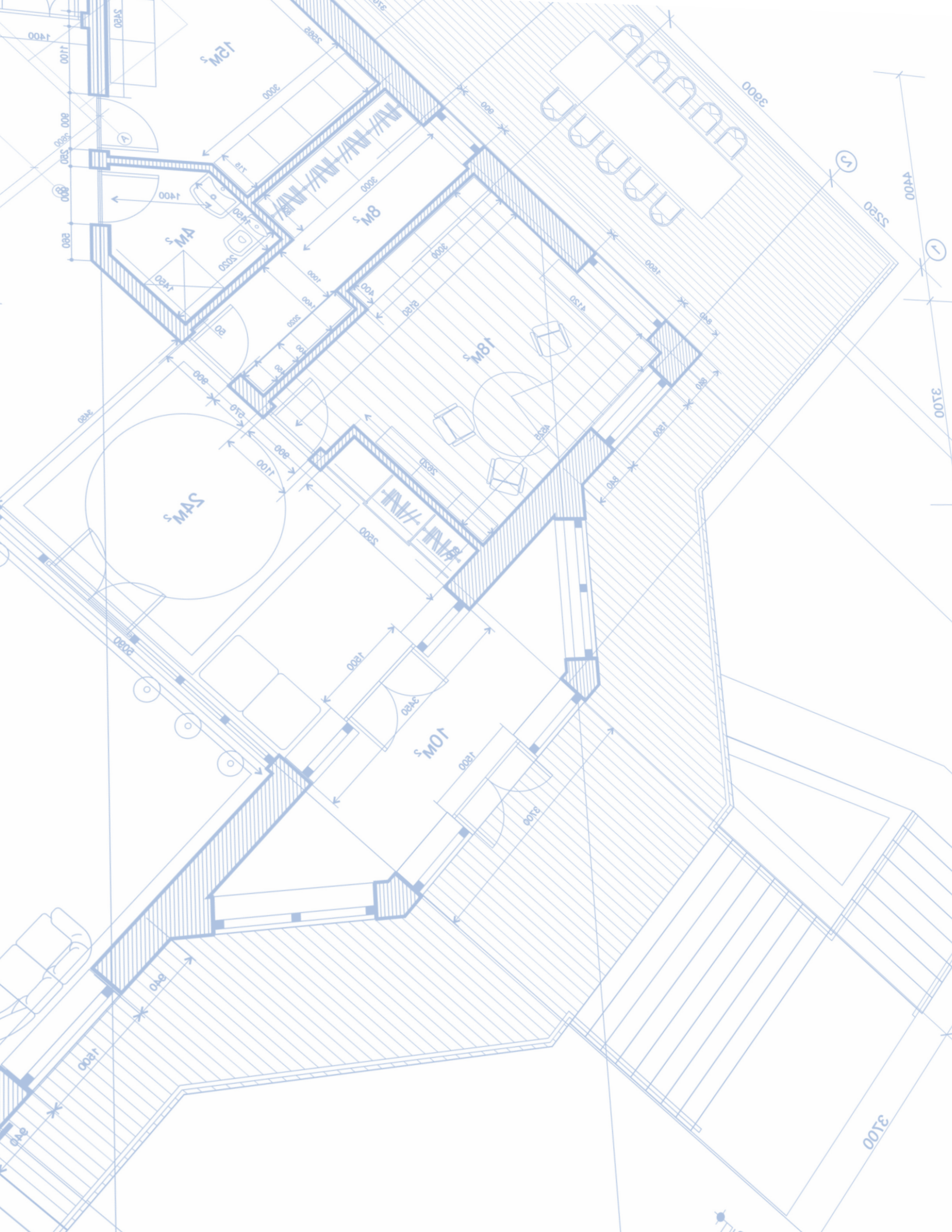
بالتعاون مع

Thinking Ahead Institute

معهد التفكير المستقبلي

An innovation network founded by WTW

شبكة عالمية للابتكار من WTW



المحتويات

تمهيد: دعوة عالمية للحوار 2

مقدمة 4

تخطيط الانتقال إلى TPA (نهج المحفظة الإجمالية) 8

الكشف عن تأثير TPA على المحافظ الاستثمارية 16

التطبيق العملي لعقلية TPA 22

الختام: البقاء في الرحلة 36

الخاتمة: الماضي قدماً بالحوار 38

المؤلفون:

آرون فيلبك، محلل الاستثمار البديل المعتمد (CAIA)، محلل مالي معتمد (CFA)، مخطط مالي معتمد (CFP®)، شهادة قياس أداء الاستثمار المعتمد (CIPM)، محترف البيانات المالية (FDP) و جين بوك، محلل مالي معتمد (CFA)، محلل الاستثمار البديل المعتمد (CAIA)

تهديد :

دعوة عالمية للحوار

لقد تغيرت بيئة السوق بوتيرة مذهلة، مما دفع المستثمرين إلى التشكيك في قواعد اللعبة التي كانت توجه قرارات المحافظ الاستثمارية لعقود من الزمن. ومن قاعات مجالس الإدارة إلى طاولات لجان الاستثمار، لم يعد السؤال المطروح هو ما إذا كنا نحتاج إلى نهج أكثر رشاقة وإدراكًا للمخاطر وطويل الأجل، بل مدى السرعة التي يمكننا من خلالها أن نتبنى أحد المناهج.

في 2024، نشرت CAIA (جمعية المحللين المعتمدين للاستثمارات البديلة) كتاب إطلاق العنان للابتكار: صعود نهج المحفظة الإجمالية "Innovation Unleashed: The Rise of Total Portfolio Approach"، والذي قدم إطار عمل يتحدى صناعة الاستثمار لإعادة التفكير في كيفية تخصيص رأس المال وحوكمته وإدارته. في هذا التقرير، استمعنا إلى أربعة من قادة الصناعة في تطور TPA، والذين ساعدونا في تحديد الأبعاد الأربعة للنهج:

1. هيكل تمكين الحوكمة - بن ساملد (Ben Samlid)، صندوق المستقبل (Future Fund)
2. ثقافة المحفظة الواحدة - سوي تشيانغ تشيام (Swee Chiang Chiam)، صندوق الثروة السيادي في سنغافورة (GIC)
3. المنافسة على عقلية رأس المال - تشارلز هايد (Charles Hyde)، صندوق التقاعد النيوزيلندي (NZ Superannuation Fund)
4. الاستثمار من خلال عدسة العوامل - ديريك ووكر (Derek Walker) وجيف روبين (Geoff Rubin)، CPPIB (مجلس استثمار خطة معاشات التقاعد الكندية)

لم يكن لدينا أي فكرة أن إصداره جاء في الوقت المناسب وأنه سيؤدي إلى تغيير جذري. أشعل التقرير، الذي تم تطويره مع أوائل المتبنين وشركاء الصناعة، الحوارات في كل ركن من أركان عالم الاستثمار وسرعان ما أصبح مصدرًا للرؤى المستنيرة أكثر ثراءً مما توقعنا. ما بدأ كإطار عمل على الورق تحول إلى حوار حي، وبرزت تحديات عملية وتكيفات مبتكرة وإلحاح مشترك شكّل تركيزنا منذ ذلك الحين.

ومنذ صدور هذا المنشور، قمنا بجولة استماع عالمية، حيث التقينا بالرؤساء التنفيذيين للاستثمار والخبراء الاستراتيجيين للمحافظ وأعضاء مجالس الإدارة والاستشاريين في خمس قارات. لقد شاركنا أفكار نهج المحفظة الإجمالية (TPA) في حلقات نقاشية في المؤتمرات، وفي اجتماعات لجان الاستثمار، وفي المدونات الصوتية، وفي مجموعات العمل جنبًا إلى جنب مع أصحاب المصلحة في إدارة المؤسسات والثروات، وكلنا حرصنا على التعلم من بعضنا البعض. لقد استمعنا إلى نجاحاتهم وصراعاتهم ورؤاهم العملية أثناء اختبارهم لمبادئ المحفظة الإجمالية في الوقت الفعلي.

هذا التقرير هو نتاج هذا الحوار المستمر. لقد قمنا بتسجيل الدروس المستفادة والتعديلات التي تم إجراؤها والفرص التي تنتظرنا. وكما هو الحال بالنسبة للنهج نفسه، لم يكن هدفنا هو تقديم وصفات، بل توجيه دعوة إلى مجتمع الاستثمار العالمي: لتطوير طريقة أكثر شمولية ومرونة لبناء محافظ استثمارية يمكنها الصمود في وجه الموجة التالية من التغيير - أيًا كان شكلها.



مقدمة

آرون فيلبك، محلل الاستثمار البديل المعتمد (CAIA)، محلل مالي معتمد (CFA)، مخطط مالي معتمد (CFP®)، شهادة قياس أداء الاستثمار المعتمد (CIPM)، محترف البيانات المالية (FDP)

وجين بوك، محلل الاستثمار البديل المعتمد (CAIA)، محلل مالي معتمد (CFA)

الأسئلة التي دفعتنا

على مدار 18 شهرًا، لاحظنا مجموعة من الأسئلة المتكررة - التي أثّرت بطرق مختلفة اعتمادًا على من كان يسأل، لكنها تشير باستمرار إلى مواضيع أساسية مشتركة. هذا التقرير عبارة عن خلاصة ما سمعناه خلال تلك الفترة وانعكاس لما تعلمناه من خلال دراسة تلك الأسئلة ووجهات النظر التي تقف وراءها. بدأت بعض الأسئلة الأساسية في الظهور عبر المناطق الجغرافية وأحجام الأصول والهياكل التنظيمية. ومن ثم أصبحوا خطأ عريضًا يشكلون محادثاتنا، ويتحدون افتراضاتنا، ويوجهون اتجاه هذا التقرير في نهاية المطاف.

1. ما مدى السرعة التي يمكن للمؤسسة أن تنتقل بها إلى TPA؟ وكيف يمكننا إدارة وتيرة التغيير؟
2. كيف نوازن بين المرونة التي يوفرها لنا نهج TPA مع الحرص الشديد على إدارة المخاطر والانضباط؟
3. هل يبدو نهج TPA مختلفًا بالنسبة لأنواع مختلفة من مالكي الأصول؟ هل يمكن لصندوق ثروة سيادي ومؤسسة صغيرة استخدام نفس الإطار؟
4. كيف يؤثر نهج TPA على التخصيص الفعلي للأصول وبناء المحفظة؟ هل هذا نموذج استثماري أم مجرد فلسفة تشغيلية؟

ولكن ربما كانت الأسئلة الأكثر إلحاحًا هي الأسئلة بشأن العجلة، من منكم تسأل ليس فقط ما الذي يحتاج إلى تغيير، ولكن متى، وما الثمن إذا انتظرنا. هذه ليست أسئلة نظرية. وهي تعكس الاهتمامات الحية لفرق الاستراتيجية، والرؤساء التنفيذيين للاستثمار، وأعضاء مجلس الإدارة الذين يخوضون طريقهم بين قيود العالم الحقيقي.

يستكمل هذا التقرير التكميلي من حيث توقفت الورقة الأولى - استكشاف الرحلة العملية من النظرية إلى التطبيق.

حوارات مع الخبراء على طول الطريق

ومن الملائم بالنسبة لورقة بحثية حول TPA، أن يكون هذا جهدًا مشتركًا - تم تشكيله من قبل جمعية CAIA، ومعهد التفكير المستقبلي (Thinking Ahead Institute)، وشركة ويلسون تاورز واتسون (WTW)، وعشرات من الرؤساء التنفيذيين للاستثمار الذين شاركوا بسخاء وقتهم ورؤاهم. على مدار الأشهر القليلة الماضية، تعاملنا مع اثني عشر مالكاً للأصول في خمس قارات، كل منهم في مرحلة مختلفة من مراحل اعتماد نهج TPA. إن خبراتهم متنوعة - وأثبتت أنها لا تقدر بثمن في معالجة الأسئلة الأساسية المذكورة أعلاه. يمكن رؤية المؤسسات في الشكل 1.

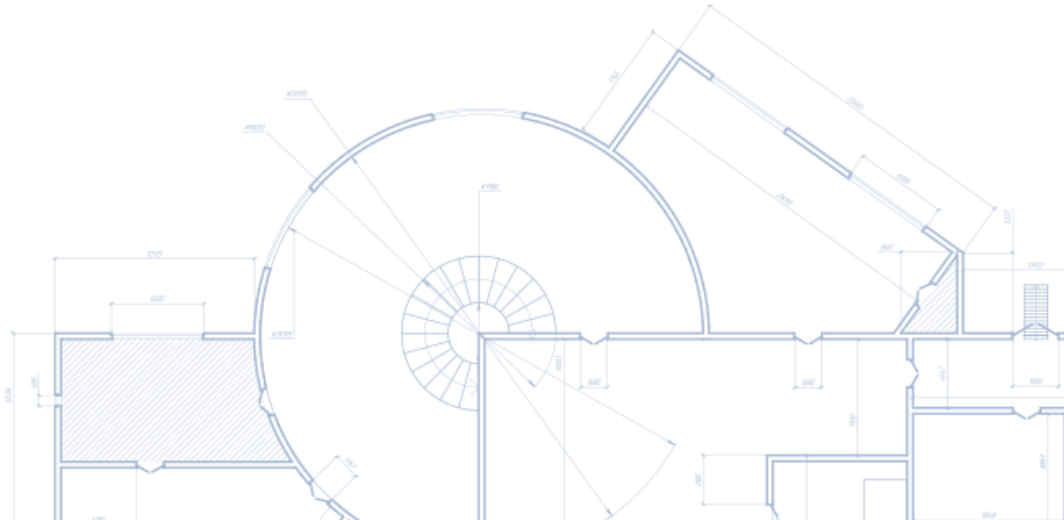
قائمة مقابلات أصحاب الأصول

الشكل 1

المؤسسات	البلد
صندوق ألاسكا الدائم (Alaska Permanent Fund)	الولايات المتحدة الأمريكية
مجموعة المعاشات التقاعدية العامة (All pension group, APG)	هولندا
صندوق تقاعد موظفي القطاع العام في ولاية كاليفورنيا (California Public Employees' Retirement System, CalPERS)	الولايات المتحدة الأمريكية
CPPIB	كندا
صندوق المستقبل	استراليا
GIC	سنغافورة
نيوزيلندا سوبر (NZ Super)	نيوزيلندا
مجلس الاستثمار في صناديق التقاعد للقطاع العام (Public Sector Pension, PSP)	كندا
إدارة معاشات السكك الحديدية (Railpen)	المملكة المتحدة
شركة إدارة صناديق ولاية نيو ساوث ويلز (Treasury Corporation of New South Wales, Tcorp)	استراليا
صندوق تقاعد الجامعات (Universities Superannuation Fund, USS)	المملكة المتحدة
مجلس استثمار ولاية ويسكونسن (State of Wisconsin Investment Board, SWIB)	الولايات المتحدة الأمريكية

كان هدفنا هو مساعدة الآخرين على بدء رحلة TPA الخاصة بهم بثقة أكبر، وخارطة طريق أوضح، ومطبات أقل على طول الطريق.

وكما سنناقش في الأقسام اللاحقة، فإن بعض المؤسسات المدرجة في القائمة كانت في المراحل الأولى من استكشاف النموذج، بينما كانت مؤسسات أخرى تعمل على تنقيحه وتكراره لسنوات. ونتيجة لذلك، فقد استفدنا من قطاع عريض من وجهات النظر والتحديات والظروف الفريدة داخل كل مؤسسة.



وقد تم اختيار كل مشارك في هذه المبادرة ليس فقط لوضعه الحالي في رحلة APT، ولكن أيضًا لأنهم يتدبرون خطاهم بحرص وهم يخوضون هذه الرحلة. وعلى الرغم من التباين الشديد في حجم محافظهم الاستثمارية ومستوى نضج تطبيقها، إلا أنهم يشتركون جميعًا في شيء واحد: الرغبة في الدخول في حوار صريح حول التحديات الواقعية للتغيير.

لقد شجعنا التفكير المفتوح، ورحبنا بالظلال الملموسة، وأعطينا الأولوية للرؤى على حساب الإجماع. وبدلاً من اختزال هذه الحوارات في "أفضل ممارسة" واحدة، فقد سعينا إلى تسليط الضوء على الأنماط ووجهات النظر التي ظهرت بشكل أكثر اتساقاً.

إيجاد القواسم المشتركة

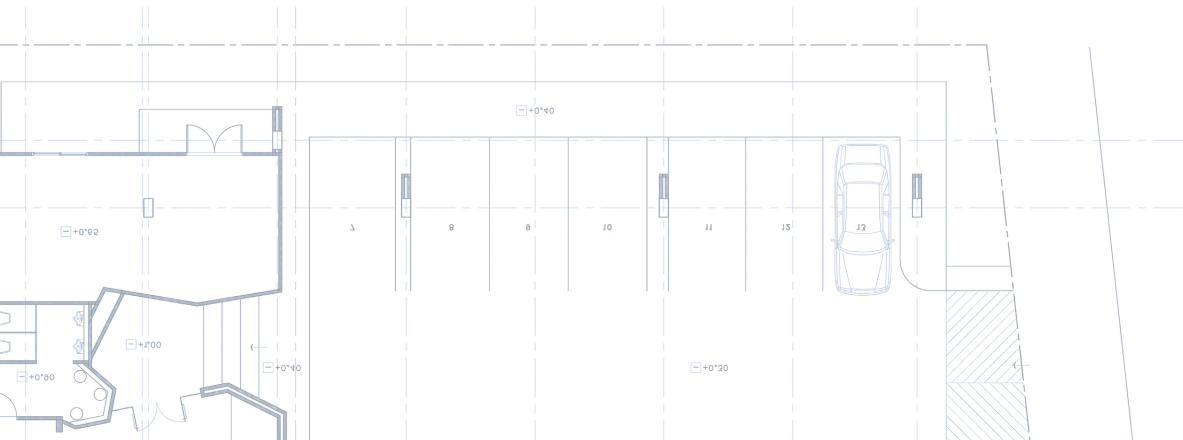
ومرة أخرى، لا تتعامل كل مؤسسة مع نهج TPA بنفس الطريقة، كما أنها ليست في نفس المرحلة على طول الرحلة. ومع ذلك، يمكننا تحديد ثلاثة قواسم مشتركة مهمة في كل مؤسسة، بغض النظر عن مدى تقدمها.

1. الحوكمة والثقافة: النواة الهيكلية

كانت الحوكمة والثقافة بُعدين من الأبعاد الأربعة لنهج TPA التي تم تقديمها في تقريرنا السابق، لذلك قد لا يكون هذا الأمر مفاجئاً. ومع ذلك، يمكن القول إن هاتين الركيزتين هما الأساس الأهم الذي يجب أن يُبنى عليه أي شيء آخر ليكون ناجحاً. تعتمد TPA على ثقافة الملكية الواضحة والتفويض والثقة والمواءمة. لا يمكن لأي من هذه الأمور أن تكون في مكانها الصحيح إذا كانت الهيئة الإدارية لا تزال تركز على اتخاذ القرارات الاستثمارية.

2. TPA هو تطور تدريجي، وليس لحظياً

بالنسبة لجميع المؤسسات التي تمت مقابلتها تقريباً، تطلب تأسيس نهج TPA رحلة متعددة السنوات، بينما تطلب الحفاظ على نهج TPA اهتماماً وتكيفاً مستمرين. فقد تضمن الانتقال أكثر من مجرد عمليات جديدة أو تغييرات في المحفظة. وقد تطلب الأمر تحولاً في العقلية، والتخلي عن العادات القديمة، وتعزيز المتعمد لجعل التغيير مستداماً. هذه العقلية التطورية لا تساعد فقط في التحولات الداخلية؛ بل تتطلب تعاوناً وثيقاً مع مجالس الإدارة حيث تم إعادة تحديد المسؤوليات والملكية. ومن الأرجح أن تدعم مجالس الإدارة ولجان الرقابة مبادرات نهج TPA عندما تتفهم طبيعة عملية التنفيذ التي تتسم بأنها تتم في مراحل وتقوم على التجربة والخطأ.



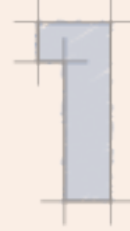
3. المحفظة هي منتج ثانوي للرحلة

ربما كانت النتيجة الأكثر إثارة للدهشة هي أن عدداً قليلاً من الأشخاص الذين قابلناهم اتخذوا وجهة نظر إلزامية لما يجب أن تتضمنه أو لا تتضمنه المحفظة. وبدلاً من ذلك، وصفوا تكوينها بأنه أحد مخرجات TPA - وليس نقطة انطلاق. وفي حين أن العديد منهم كان دافعه تحسين النتائج واتخاذ قرارات أفضل، إلا أن معظمهم لم يبدأ بتخصيص أصول محددة مسبقاً في أذهانهم. وبدلاً من ذلك، كان يُنظر إلى عملية بناء المحفظة على أنها نتيجة للقرارات الأولية المتعلقة بالحوكمة والمعتقدات الاستثمارية والتصميم المؤسسي.

هذا هو الجزء الأقل إلزاماً في إطار العمل، وفي كثير من الحالات، كان ذلك عن طريق التصميم. كما كتبنا سابقاً، "المحفظة ليست هي المقصود. والمقصود هو العملية التي تؤدي إلى نتائج أفضل"¹.

ومن هنا، تنتقل الورقة البحثية عبر ثلاثة أقسام، يستكشف كل قسم منها بعداً مختلفاً من أبعاد الانتقال إلى نهج TPA.

المرحلة 1: تخطيط الانتقال إلى TPA: سينسج هذا القسم القواسم المشتركة الثلاثة من خلال سياق الرحلة من إطار عمل SAA خالص (التخصيص الاستراتيجي للأصول) إلى إطار عمل TPA خالص، ويغطي المراحل والمعالم المشتركة على طول الطريق.



المرحلة 2: الكشف عن تأثير TPA على المحافظ: سيناقدش هذا القسم بعض النتائج المتعلقة بكيفية تغير المحافظ وتطورها بسبب الانتقال من إطار عمل SAA إلى إطار عمل TPA.



المرحلة 3: توظيف عقلية TPA في العمل: سيقدم هذا القسم بعض أطر العمل المهمة لمالكي الأصول الذين يشرعون في رحلة نحو نهج TPA، مدعومة بالتطبيق العملي والاعتبارات العملية.



المرحلة 1:

تخطيط الانتقال إلى TPA

بقلم آرون فيلبك، محلل الاستثمار البديل المعتمد (CAIA)، محلل مالي معتمد (CFA)، مخطط مالي معتمد (CFP®)، شهادة قياس أداء الاستثمار المعتمد (CIPM)، محترف البيانات المالية (FDP)

الماء الذي نسيح فيه

قبل أن أبدأ هذا القسم الخاص بالرحلة نحو التنفيذ، يجدر بنا أن نتأمل في الاستعارة التي ذكرت عندما بدأنا الحديث عن TPA لأول مرة:

"السمكة لا تعرف أنها في الماء."

غالبًا ما نفشل في إدراك التحديات التي تواجهنا عندما نكون منغمسين في بيئتنا الخاصة، وهو ما يمكن أن يقال أيضًا عن هيكل الاستثمار الحالي. الأطر التقليدية: AAS، ومجموعات فئات الأصول (وحتى فئات الأصول نفسها!)، والتفويضات المنعزلة لا يتم التشكيك فيها لأنها هي الافتراضية. نحن السمك، وهذا هو الماء الذي نسيح فيه.

ولكن تطبيق نهج المحفظة الإجمالية والحفاظ عليه يعني التصرف مثل سمك السلمون غير المطابق: فهو على دراية بالبيئة المحيطة به ولا يخشى من السباحة ضد التيار. فالأمر يتطلب الشجاعة لتحدي الجمود، وإعادة النظر في القرارات التي لم تعد مفيدة، والالتزام بالمعايرة المستمرة سعيًا لتحقيق أهداف طويلة الأجل.

وكما سنناقش في هذا القسم، حتى بين أولئك الذين قطعوا مسافة كبيرة في الرحلة، فإن الطريق ليس سهلاً، ومن المغري التوقف عن السباحة ضد التيار. يتطلب البقاء مخلصًا لعقلية TPA اليقظة والتواضع والعزيمة. كما أنه يوفر شيئاً نادراً في مجالنا: إمكانية المواءمة الحقيقية بين رأس المال والهدف. وهذا، على حد تعبير أحد الأشخاص الذين قابلناهم، "يستحق السباحة ضد التيار من أجله."

ما المشكلة التي تحاول حلها؟

عندما تعرب المؤسسات الاستثمارية عن اهتمامها بتبني نهج المحفظة الإجمالية، غالبًا ما يبدأ الحديث بالهيكل وينتهي بالأداء. ولكن أكثر ما يتحدث عنه أولئك الذين بدأوا في هذا الطريق، وخاصة أولئك الذين قطعوا شوطاً أكبر، هو أهمية إنشاء هيكل الحوكمة الصحيح وتمكين الثقافة الصحيحة. وبدون وجود كليهما، ستكون الرحلة نحو TPA، في أحسن الأحوال، أكثر صعوبة، وفي أسوأ الأحوال، ستكون غير ناجحة.

قبل أن نتعمق أكثر في هذه العملية، دعنا نعرّض المبادئ الأساسية للحوكمة والثقافة - فهما يشكلان معاً النواة الهيكلية التي تقود المواءمة والمساءلة في نهج TPA.

الحوكمة: ما هي مسؤولية من؟

تتمثل الخطوة الأولى نحو تبني عقلية المحفظة الإجمالية في إنشاء مسؤوليات واضحة ومدرسة على مستوى الحوكمة. وهذا يعني فصل ملكية النتائج عن التنفيذ والتطبيق. في إطار عمل SAA، غالبًا ما يتم الخلط بين هاتين المسؤوليتين، حيث يمتلك مجلس الإدارة النتيجة والمحفظة، ويكون الرئيس التنفيذي للاستثمار مسؤولاً عن تنفيذ المحفظة. وهذا يمكن أن يؤدي إلى توصيفات غير صحيحة للنجاح والفشل. من نواحٍ عديدة، حتى لو كان مجلس الإدارة يمتلك كل شيء، فإن الرئيس التنفيذي للاستثمار لا يزال في مأزق إذا لم ينجح الأمر.

عادةً، بالنسبة لأولئك الذين يرغبون في الانتقال إلى TPA، يتطلب هذا الأمر إجراء حوار مفتوح وصريح للغاية مع مجلس الإدارة، يتضمن إعادة تحديد المسؤوليات والمساءلة بوضوح. وبطبيعة الحال، يخلق هذا فرصة لكلا الطرفين للاستفادة من كفاءاتهم - فمجلس الإدارة يتحدث عن الهدف والرغبة/القدرة على تحمل المخاطر، ومكتب الرئيس التنفيذي للاستثمار يفهم الاستثمار والأسواق بشكل أفضل بكثير من معظم أعضاء مجلس الإدارة.

ويختلف الهدف وملكية المخاطر باختلاف المؤسسات. فبعض مجالس الإدارة تقوم بتطبيق محفظة مرجعية، والبعض الآخر يضع هدفًا للعائد المطلق مع ملف مخاطر مرفق به، والبعض الآخر يعتمد كلا الأمرين. وبالنسبة للمؤسسات التي تدير تيار الالتزامات، يمكن أن يكون هذا إما مقياسًا للفائض أو التقلب المطلق. في حين أن هناك حرية في الأهداف المختارة، إلا أنه من المهم للغاية أن تتماشى ببساطة وسهولة مع الغرض النهائي للصندوق وأصحاب المصلحة الأساسيين فيه.

عندما يمتلك مجلس الإدارة المحفظة المرجعية ويفوض الإدارة النشطة لمكتب الرئيس التنفيذي للاستثمار، فإن ذلك يخلق حالة من الوضوح. يمكن بعد ذلك تعيين المساءلة وقياسها بشكل صحيح. وبدون هذا الهيكل، يمكن أن تصبح عملية صنع القرار غير واضحة، وقد تتآكل الثقة، وتميل إدارة المحفظة إلى الانجذاب نحو صوامع فئات الأصول التقليدية.

وكما يقول روجر أوروين، مستشار مالي واستثماري (FIA)، زميل جمعية المهنيين في مجال الاستثمار في معهد التفكير المستقبلي (FSIP):

روجر أوروين
(Roger Urwin)

”SAA هي حوكمة مريحة ولكن إدارة المحفظة المالية أمر صعب المراس. تُعد TPA إدارة فعالة للمحفظة ولكنها حوكمة ”مرنة“

وبعبارة أخرى، يوفر التخصيص الاستراتيجي للأصول (AAS) وهماً بالسيطرة. وهو يوفر مقارنة معيارية مرتبة، ومقارنات بين الأقران، وتفويضات مفوضة. ولكنه يحد أيضاً من المرونة والابتكار والتفكير في المحفظة الإجمالية. على النقيض من ذلك، يزيل TPA بعضاً من هذه الراحة. فهو يتطلب الحكم والنقاش والثقة - ولكنه في المقابل يفتح المجال لمرونة أكبر بكثير في التوضع لتحقيق نتائج طويلة الأجل.

الثقافة: التعاون بوصفه عملة TPA

أثناء حديثنا مع العديد من مالكي الأصول، أكد العديد منهم على أن المساءلة القوية والحوكمة وصنع القرار تؤدي إلى ثقافات قوية. وكما قالت شركة TCORP، "الثقافة تنضح من الحكم." وبعبارة أخرى، تتيح الحوكمة الرشيدة وجود ثقافة قوية، والثقافة بدورها تعزز الحوكمة. العلاقة دائرية ويعزز بعضها بعضاً. عندما تكون حقوق اتخاذ القرار واضحة والحوافز متناسقة، يمكن لثقافة التعاون أن تزدهر.

يتمثل المسعى الأكثر تحدياً ولكنه يستحق العناء لنهج TPA في أن تقوم فرق الاستثمار بتحطيم الصوامع والتركيز على المحفظة ككل. هذا ليس بالأمر المريح ولا السهل، ولكن مع مرور الوقت، يجب أن يؤدي ذلك إلى نتائج أفضل على مستوى الصندوق بدلاً من مجرد ما هو أفضل بالنسبة لغطاء فئة معينة من فئات الأصول. ومع ذلك، فإن الأمر لا يخلو من التحديات، حيث إن كسر الصوامع يؤدي إلى احتكاكات جديدة وأولويات متنافسة، وقبل كل شيء التعاون المستمر. كانت العديد من المؤسسات التي تحدثنا معها مدفوعة لإعادة تقييم هيكل فريقها وحوافزها وتقنياتها لتحقيق ذلك بنجاح.

أنت تحطم الصوامع وتدمج طرقاً جديدة للعمل والاستثمار والتفكير والتصرف. إنه تحول ثقافي كبير. والآن، أصبح الجميع في المؤسسة على دراية بمشكلة المحفظة الإجمالية - وليس فقط فريق عمل TPA.

وكما ذكرنا سابقاً، كان على هذه المؤسسات إعادة التفكير في هياكل حوافزها. فعلى أرض الواقع لم تعد المكافآت والعلاوات والترقيات مرتبطة فقط بالتفوق في الأداء على معيار فئة الأصول، بل بالمساهمة بشكل ملموس في إجمالي نتائج المحفظة. وهذا يعني أن أطر التعويضات يجب أن تأخذ في الحسبان التعاون والحكم والتفكير طويل الأجل.

المعالم المشتركة للرحلة

تختلف كل رحلة من رحلات TPA باختلاف هياكل الحوكمة الفريدة والتاريخ التنظيمي وتفويضات الاستثمار. ولكن غالباً ما تظهر معالم مشتركة بين المؤسسات، والتي سيتم تحديدها بشكل أكبر من قبل معهد التفكير المستقبلي/شركة WTW في المرحلة رقم 3. سنستخدم هنا تسميات متشابهة وسنركز على شرح الخصائص المختلفة في كل مرحلة من مراحل التنبؤ. تبدأ هذه المعالم بتحول في العقلية وتنتهي بالتكامل الهيكلي الحقيقي وتشمل:

1. التنشيط - "التحول في العقلية"
2. بداية TPA - "الابتكار من القمة إلى القاعدة"
3. أن تصبح أكثر إلزاماً - "TPA المتكاملة"
4. تحقيق TPA - التحول إلى "الصندوق الواحد"

"التحول في العقلية"

تبدأ بداية الرحلة بطرح سؤال مهم: "ما المشكلة التي نحاول حلها، وكيف يمكن أن تساعدنا TPA في الوصول إلى هذا الهدف؟"

في هذه المرحلة، من المهم للغاية أن يكون لديك وضوح في سبب رغبتك في اتباع نهج TPA. هل هو تحقيق مواءمة أفضل مع أهداف العميل؟ مرونة أكبر في المخاطرة؟ المزيد من المرونة في مواجهة صدمات الاقتصاد الكلي؟ فبدون هدف واضح المعالم، سينهار نهج TPA. وهذا يتطلب بعض الحوارات المفتوحة والتعاونية للغاية مع مجلس إدارتك.

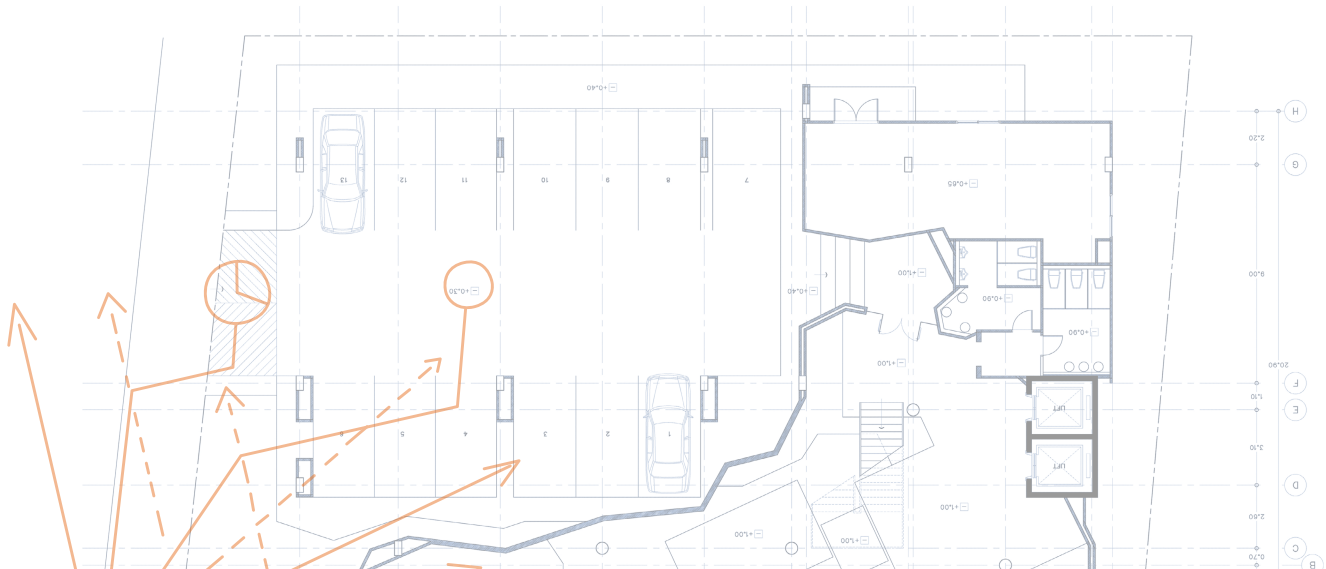
أجابت كل مؤسسة من المؤسسات المشاركة عن روح هذه الأسئلة بشكل مختلف.

أوصى كل من صندوق المستقبل وPSP بتحديد المشاكل الاستراتيجية الرئيسية في وقت مبكر، لتوفير التركيز والمعالم الرئيسية والتعاون مع مجلس الإدارة. وبعبارة أخرى، جعلوا الانتقال ملموساً.

وصفت نيوزيلندا سوبر وGIC هذه المرحلة بأنها مرحلة الفضول الفكري والتوتر التنظيمي. ولم يكن نهج TPA هو الهدف في حد ذاته، ولكن كان هناك شعور متزايد بأن الطرق القديمة لم تعد تخدم مصالح الصناديق. كان هدفهم هو إدخال عملية صنع القرار بشكل أفضل في العملية. وعلى نحو مماثل، أقر صندوق ألاسكا الدائم بفوائد تفكيك الصوامع والفوائد التي ستعود على المحفظة.

يتطلب بدء الرحلة رئيساً تنفيذياً للاستثمار يتسم بالجرأة ومتطلعاً للمستقبل، ومجلس إدارة شجاعاً مستعداً لتحدي الأنظمة القديمة. فالعديد من المؤسسات التي حققت نجاحاً كان لديها حوكمة قوية جداً في البداية، مما سمح بوضع الأسس الثقافية.

ويُعد CalPERS مثالاً بارزاً على مالِك الأصول الذي شارك مبكراً وبشكل علني في هذا التحول في العقلية نحو TPA. وفي حين ركزت الجهود المبكرة على بناء البنية التحتية التقنية، مثل إدارة الميزانية العمومية الأكثر تطوراً، والمحافظة المكتملة، والمعايير العامة، إلا أن وصول رئيس تنفيذي للاستثمار ملتزم، ومجلس إدارة متوافق، والتركيز على التعاون والعقلية المشتركة هو الذي بدأ الآن في تمكين التغيير التنظيمي الأعمق. في العديد من الحالات، كان الابتكار يحدث بالفعل داخل الصوامع، ولكن المسار الأصعب للمضي قدماً ينطوي على التنقل بين الأنظمة والحوافز القديمة.



بداية TPA: الابتكار من القمة إلى القاعدة

في هذه المرحلة تبدأ بعض التجارب. أشار أحد مالكي الأصول إلى هذه المرحلة باسم "SAA+" أو "TPA-lite" في هذه المرحلة، لا تزال عمليات SAA قائمة، ولكن ستبدأ المؤسسات في اختبار الحدود من القمة إلى القاعدة. وعادةً ما يأتي ذلك في شكل برامج تجريبية، وميل استراتيجي، ومحاظ مركبة.

تتسم هذه المرحلة بالتوتر بين القديم والجديد: فالمرحلة من القمة إلى القاعدة تدفع نحو شيء جديد، بينما لا تزال تعمل ضمن قيود العادات من القاعدة إلى القمة التي كانت قائمة بسبب SAA. لقد كان انتقال SWIB من نهج SAA إلى نهج TPA متجذراً في التركيز المنضبط على إجمالي نتائج الصندوق. وبدلاً من السعي إلى تطبيق TPA كتحويل جذري، فقد قام SWIB بتطويره تدريجياً، بدءاً من المواءمة القوية لمجلس الإدارة، والميزانية المتكاملة للمخاطر، وهيكل فريق الاستثمار الموحد. ومع مرور الوقت، تم التخلص من أطر العمل القديمة لنهج SAA لصالح عقلية تعاونية قائمة على الفرص والتكاليف. وداخل المؤسسة، يخضع مديرو المحافظ الاستثمارية الآن للمساءلة عن كل من الاستراتيجيات الفردية ومساهماتهم في الصندوق بشكل عام، بدعم من هيكل الحوكمة التي تكافئ عملية صنع القرار على المدى الطويل والمسؤولية المشتركة عن النتائج الإجمالية للمحفظة.

يمكن أن تكون هذه التجارب جذرية أو تدريجية. فقد بدأت شركة TCorp بتحطيم صوامع فئات الأصول، وتقديم محفظة مرجعية، واستبدال معايير فئات الأصول في وقت مبكر من العملية. وبعبارة أخرى، استبدال العديد من العناصر الملموسة من SAA قبل الانتقال إلى المواءمة الثقافية. ومن ناحية أخرى، أدخلت PSP التوزيع الديناميكي للأصول والرافعة المالية على مستوى المحفظة ضمن إطار عمل SAA الخاص بها.

أشار البعض إلى هذه الطريقة باسم "محفظة الظل". تبدأ المؤسسة في التفكير من حيث النتائج الإجمالية للمحفظة من خلال تجربة أدوات موازية جديدة ولكنها لا تزال تنفذ من خلال التفويضات التقليدية. تظل الصوامع قائمة، ولكن يزداد التداخل في الحديث المتبادل. وتصبح المناقشات على مستوى المحفظة أكثر تواتراً. ويتحسن تكامل البيانات والتواصل الداخلي.

والأهم من ذلك، تتبع هذه المرحلة ظهور الابتكار من القاعدة إلى القمة. وقد يصبح بعض المستثمرين أكثر تفصيلاً في تخصيص داخل غطاء SAA الخاصة بهم، استناداً إلى ما يفعله الآخرون في المحفظة. وفي حالة CPPIB، اختبرت فرق فئة الأصول عقد الصفقات التعاونية والاكتتاب المشترك والأبحاث التي تتناول مواضيع معينة عبر القطاعات.

وقد أرسيت هذه التجارب الأساس لاندماج أعمق.

أن تصبح أكثر إلزاماً: تفكيك الصوامع

مع تنامي الارتياح تجاه TPA، تبدأ المؤسسات في إضفاء الطابع الرسمي على الهيكل، متجاوزةً بذلك مرحلة التجريب والبرامج التجريبية والتراكبات التكتيكية/الديناميكية. وهذه هي المرحلة التي تبدأ فيها تضمين مبادئ وثقافة TPA في العمليات الأساسية. ويشمل ذلك اتخاذ القرارات بشكل مركزي، وبناء المحفظة المتكاملة، وأطر المساءلة المشتركة، والمواءمة الثقافية بين الفرق. وهذه هي النقطة التي يتم عندها إضفاء الطابع المؤسسي على نهج TPA في جميع أنحاء المؤسسة.

وفي هذه المرحلة ستبدأ الصناديق في تجربة منهجيات أكثر تطوراً لمواءمة إجمالي المحفظة مع الأهداف. على سبيل المثال، أدركت مجموعة APG القيود التي تفرضها تفويضات فئات الأصول الجامدة وأدخلت محفظة عائد إجمالي إلى جانب محفظة التحوط ضد الالتزامات. والغرض من ذلك هو تمكين المنافسة على رأس المال ضمن قيود الصندوق.

وفي هذه المرحلة أيضاً تصبح المحفظة المرجعية دليلاً أكثر بروزاً. فلم يعد يتم تخصيص رأس المال على أساس ميزانيات فئات الأصول، ولكن على أساس المساهمة الهامشية في إجمالي المحفظة، وفقاً لإطار "المنافسة على رأس المال".

بدأت شركة TCORP وشركة Railpen في تقديم فرق مصفوفة بدأت تتنافس على رأس المال على أساس التأثير الهامشي على المحفظة. بالإضافة إلى ذلك، أضافوا مؤشرات أداء رئيسية (KPIs) أكثر بساطة ولكنها عالية المستوى في محاولة للحفاظ على مواءمتها. وبدأ صندوق USS في نقل بعض استثماراته الخارجية إلى داخل الشركة لتحقيق تكامل ومواءمة أفضل مع أفكار TPA.

بالإضافة إلى ذلك، تطبق بعض المؤسسات منظوراً حقيقياً أو منظوراً قائماً على العوامل لفحص المحفظة بأكملها. ناقشت العديد من المؤسسات التي تحدثنا معها في هذه المرحلة إدخال المزيد من التطور في عملياتها. فبدلاً من التفكير في الأوزان الثابتة أو التقلبات التاريخية، تبدأ الفرق في نمذجة التعرض للعوامل وملامح السيولة والحساسيات الكلية.

TPA من القمة إلى القاعدة: محفظة واحدة، هدف واحد

في نهاية المطاف، يتلاقى الهيكل والثقافة. تتوقف المؤسسة عن التفكير من حيث فئات الأصول وتبدأ العمل كمحفظة واحدة. ويتم مواءمة الحوافز. وتصبح حقوق القرار واضحة. والتواصل مرن. والثقة بين مجلس الإدارة والإدارة مرتفعة.

هذا هو نموذج TPA المتكامل تماماً. وهو أمر نادر الحدوث، ويشكل تحدياً في الحفاظ عليه، ويتطور باستمرار. ولكنه يمثل المثل الأعلى الذي نطمح إليه العديد من المؤسسات. في هذه المرحلة النهائية، لم تعد قرارات الاستثمار تتعلق بوضع الاستراتيجيات أو الأصول في صومعة أو فئة أو دلو معين. فهي تتعلق بتحسين المحفظة الإجمالية.

وتحل المناقشات الأسبوعية للمحفظة محل المراجعات الفصلية لفئات الأصول. وتتدفق البيانات بحرية عبر المؤسسة. وتتعاون فرق الصفقات الداخلية عبر الأصول الحقيقية والائتمان والأسواق العامة. وتستخدم استراتيجيات التراكب وتحوطات المحفظة لإدارة التعرضات الكلية.

والأهم من ذلك أن عقلية المؤسسة تتغير بشكل أساسي. ويتم فهم المخاطر بشكل شامل. ويُقاس الأداء مقابل النقاط المرجعية الداخلية، وليس الأقران. وتكون أهداف العميل هي الدافع وراء كل قرار يتخذ.

ولكن مجرد الوصول إلى هذه المرحلة الختامية لا يعني أن الرحلة قد انتهت. وفي الواقع، غالباً ما يكمن الجزء الأصعب في المستقبل.

الحفاظ على الصندوق الواحد: مقاومة جاذبية SAA

حتى المؤسسات الأكثر التزامًا بنهج TPA تواجه ضغطًا مستمرًا للتراجع، خاصةً عندما تصبح الأوقات صعبة ويوفر القياس المزيد من الراحة واليقين.

على سبيل المثال، على الرغم من كون صندوق المستقبل رائدًا في اعتماد نهج TPA منذ البداية إلا أنه لا يزال يعاني من "قوة جاذبة" نحو الاتجاهات الشبيهة بنهج SAA. ولا يأتي هذا الضغط من مصدر واحد محدد بل ينبع من قوى داخلية وخارجية على حد سواء، بما في ذلك العادات القديمة، والرغبة العرضية في وضع معايير قياسية، والإغراء بين الفرق بالعودة إلى صوامع فئات الأصول والمقاييس التقليدية، مثل خطأ التتبع.

مقاومة هذا الارتداد يتطلب الجهد. يقرّ فريق القيادة في صندوق المستقبل صراحةً بأن الحفاظ على عقلية TPA هي معركة مستمرة تتطلب مقاومة نشطة للغة والسلوكيات المتجذرة في SAA.

ومن منظور خارجي، تنشأ هذه الدوافع من المقارنات بين الأقران، ودوران مجلس الإدارة، وتوصيات الاستشاريين، والروايات الإعلامية. عندما يستخدم معظم أقرانك نهج SAA، فمن الصعب أن تنفرد في آرائك وسلوكك عن أقرانك.

أما من المنظور الداخلي، يمكن أن تصبح الرغبة في الابتكار على حساب عدم الكفاءة متعبة، حيث يشعر معظم المتخصصين في الاستثمار بالألفة تجاه أدوات القياس والمعايير البسيطة. وتبدو حدود خطأ التتبع وكأنها نوع من الانضباط. وتوفر مجموعات فئات الأصول الهيكل. ويمكن لهذه الأدوات، بمجرد تركها، أن تعاود الظهور في أوقات الشدة، وبالتالي فإن تعزيز المبادئ الشبيهة بمبادئ TPA أمر بالغ الأهمية.

ولذلك، لم ينجح أي متجر TPA في "تحقيق ذلك". وبالنسبة لهذه المؤسسات، لا يتعلق الأمر بتحقيق نهج TPA أو الوصول إليه، بل يتعلق بمقاومة التراجع.

القياس مقابل الثقة

تزدهر TPA على الثقة. يجب على مجالس الإدارة أن تثق في الإدارة لاتخاذ قرارات مبنية على الحكم وتتوافق مع الأهداف طويلة الأجل. يجب على الإدارة أن تثق في فرق العمل للتعاون بدلاً من التنافس. ويجب على خبراء الاستثمار أن يثقوا في أن قيمتهم تُقاس بما يتجاوز المعيار القياسي،

ولكن هذه الثقة هشة. ففي لحظات ضعف الأداء أو الأزمات، غالبًا ما تلجأ المؤسسات إلى ما يمكنها قياسه: خطأ التتبع، ومعايير فئة الأصول، والعوائد النسبية. وتوفر هذه المقاييس وضوحًا على مستوى القاعدة إلى القمة، ولكنها لا توفر بالضرورة رؤية ثابتة من حيث الهدف العام.

يجب على مؤسسات TPA إيجاد طرق لتحقيق التوازن بين القياس والثقة. قد يعني ذلك الحفاظ على محفظة مرجعية مرنة بدلاً من معيار جامد. ويمكن أن يتضمن استخدام تشكيلة متنوعة من مؤشرات الأداء الرئيسية، والمزج بين التقييمات النوعية والمقاييس الكمية. أو قد يعني ذلك الاستثمار في الاتصال والتعليم، ومساعدة مجالس الإدارة وأصحاب المصلحة على فهم التعقيدات دون الإفراط في التبسيط.

إن اللغة التي نستخدمها حول فرص الاستثمار والمحفظة والمخاطر تشكل أيضاً أداة فعالة في تعزيز الثقافة ضمن سياق TPA. وقد غيرت العديد من المؤسسات التي اعتمدت TPA اللغة التي تستخدمها لوصف محافظها.

وللتخفيف من حدة الانجذاب نحو نهج SAA، قام صندوق المستقبل بإضفاء الطابع المؤسسي على العديد من التدابير المضادة: فهو يتجنب مصطلحات مثل "محفظتي" أو "المعايير"، وترتكز هيكله فريقه على أربعة "ركائز" (وليس فئات الأصول)، ويعمل بوظائف مركزية مخصصة لتكامل المحفظة. أما بالنسبة للآخرين، فإن كلمات مثل "المعايير" و"المحافظ الفرعية" و"فئات الأصول" تنتقل ببطء وتفسح المجال لكلمات مثل "النمو" و"الدخل" و"الموضوعات" و"تأثير المحفظة" و"المساهمة".

في صناعة لا يزال معظم أصحاب المصلحة والمجموعات النظرية فيها يتبعون نهجاً شبيهاً بنهج SAA في الاستثمار، قد يكون من السهل العودة إلى اللغة التي نعرفها بالفعل. وهو أمر مهم بشكل خاص عندما يتعلق الأمر بالتكامل الثقافي من القمة إلى القاعدة. غالباً ما يجلب الموظفون الجدد والاستشاريون وأعضاء مجلس الإدارة أطراً تقليدية يجب التخلص منها. وبمرور الوقت، يمكن لهذه العادات أن تعيد تقديم أفكار نهج SAA.

كما تستثمر المؤسسات التي قطعت شوطاً أكبر في التدريب الثقافي. وعادةً ما يقومون بتدريب أصحاب المصلحة الجدد على فلسفة ومفردات نهج TPA في وقت مبكر، ويتبنون المزيد من التعاون لدفع الابتكار داخل المحفظة. ومن المحتمل أن يبدو هذا الأمر غير بديهي بالنسبة للكثيرين الذين يسعون جاهدين لتحقيق الكفاءة والتحديد الواضح للمسؤوليات. لذلك، يجب على المؤسسات تعزيز الرسالة باستمرار: هذه محفظة واحدة، ونحن فريق واحد.

ولخلق المتانة في هذه السلوكيات، تستخدم المؤسسات مجموعة متنوعة من إجراءات التعزيز. مرة أخرى، يعتمد صندوق المستقبل اعتماداً كبيراً على التكنولوجيا والتواصل المنتظم، بما في ذلك ملخصات المحفظة الأسبوعية، و"فرق" مشتركة الركائز، وفريق بحث مركزي منظم حول الموضوعات الكبرى. وتساعد هذه الهياكل والتعزيزات الثقافية الفريق في الحفاظ على التزامه بتفكير المحفظة الواحدة مع التطوير المستمر في تطبيق نهج TPA.

الانجراف الهيكلي

أخيراً، TPA يمكن أن يتآكل ليس فقط من الأيديولوجيا، ولكن من الهيكل. فمع نمو الفرق وتوسع التفويضات وتزايد تعقيد المحافظ، قد يصبح الحفاظ على عقلية TPA أكثر صعوبة.

ويتمثل أحد المسارات القوية للتخفيف من حدة هذا التحدي في الاعتماد على ما يجعل مؤسستك فريدة من نوعها. على سبيل المثال، مع نمو أصول وموظفي CPPIB، اتبع المجلس نهجاً أكثر نشاطاً في استخدام محفظة مكملة، وهي محفظة تم تطويرها في البداية لتكون بمثابة محفظة شبه متوازنة/محفظة مركبة ولكنها تطورت لتعزيز أو تعويض الرؤى من فرقها من القاعدة إلى القمة. وقد أصبح هذا الأمر مهماً بشكل خاص عندما أصبحت فرقهم أكثر تشتتاً جغرافياً. وأراد الفريق أن يعتمد على خبرة خبراء الاستثمار لديهم مع الحفاظ على المرونة التي توفرها وجهات النظر من القمة إلى القاعدة.

من ناحية أخرى، تواصل شركة TCorp تقديرها لوجودها المحلي. ففريق الاستثمار بأكمله يتواجد في نفس المبنى ويمكنه التعاون في الوقت الفعلي. وبدلاً من التوسع في مواقع أو مكاتب متعددة، يتبنى فريق الاستثمار هذا القرب الوثيق، حيث يؤمنون بأن ذلك يمثل ميزة تنافسية لهم ويتيح لهم تعزيز الثقافة الضرورية لنجاح TPA.

المرحلة 2:

الكشف عن تأثير TPA

على المحافظ الاستثمارية

بقلم آرون فيلبك، محلل الاستثمار البديل المعتمد (CAIA)، محلل مالي معتمد (CFA)، مخطط مالي معتمد (CFP®)، شهادة قياس أداء الاستثمار المعتمد (CIPM)، محترف البيانات المالية (FDP)

أثناء تقديمنا نهج TPA إلى جماهير مختلفة، كان أحد الأسئلة الأكثر شيوعاً هو كيف تأثرت المحفظة النهائية بالتحول نحو نهج TPA. وقد ركز الكثير مما ناقشناه حتى الآن على التغييرات في الفلسفة والعملية. ومع ذلك، فقد أثرت TPA أيضاً على شكل المحفظة من حيث التكوين والأداء.

كما ناقشنا بإسهاب، فإن أحد التحديات التي تواجه نهج SAA هو التخصيص الثابت لفئة الأصول "الدلاء". على الرغم من أن هذا قد يكون أكثر راحة من منظور العملية، إلا أنه لا يترك مجالاً كبيراً للتفسير أو المرونة مع فئات الاستثمار، والتي قد يتم تجاهل بعضها تماماً بسبب عدم ملأها بشكل كامل. وعلى العكس من ذلك، في حين أنه قد يكون من الصعب الحفاظ على TPA من منظور العملية، إلا أن تركيز إطار العمل حول أهداف المحفظة وعلاقات المخاطر والعائد ومجموعات الفرص يسمح بعالم أوسع من أدوات الاستثمار.

يستكشف هذا القسم الآثار الشائعة المترتبة على تبني عقلية TPA على مستوى المحفظة الاستثمارية، مستفيداً من التجارب الواقعية لصناديق مثل نيوزيلندا سوبر وصندوق المستقبل و CPPIB و GIC و TCorp و Railpen و PSP Investments و USS وغيرها.

تخصيص الأصول

تقديم فئات الأصول الغامضة

تفتح TPA الباب أمام فئات الأصول والاستراتيجيات التي غالبًا ما تقع خارج التصنيفات المرتبة والواسعة التي يحددها نهج SAA. من الصعب تبرير هذه التعرضات "الغامضة" في إطار معايير السياسة الصارمة وإدخال خطأ تتبع غير مرغوب فيه. ومع ذلك، وكما ناقش بعض مالكي الأصول، يمكن أن تكون بعض هذه الاستثمارات ذات قيمة مضافة مرتفعة لإجمالي المحفظة عند تقييمها من خلال عدسة شاملة للمخاطر والعائد.

وقد أدت رحلة شركة TCorp في نهج TPA إلى توسع كبير في اتساع نطاق محفظتها. وبدأ الصندوق في دمج التعرضات مثل الأوراق المالية المرتبطة بالتأمين والاستراتيجيات المرتبطة بالتقلبات واستراتيجيات السوق الخاصة المتخصصة التي لم تكن تتناسب بشكل طبيعي مع المحافظ التي يديرها أقران SAA. وبدلاً من تكريس الوقت لتحديد المجموعة التي تندرج فيها هذه الاستراتيجيات، تحول تركيز فريق الاستثمار نحو تقييم مساهمتها الهامشية في تحقيق أهداف المحفظة.

وبالمثل، تشتمل محفظة صندوق المستقبل على صناديق تحوط دفاعية ذات بيتا دفاعية من صفر إلى سالب، وتخصيص كبير لرأس مال المخاطر. ورغم أن صندوق المستقبل لم يمر بمرحلة انتقالية من SAA، إلا أنه يشكل مثالاً جيداً على كيفية انحراف محفظة TPA بشكل كبير عن المحافظ النظيرة التي تحافظ على تعرضات ومعايير بيتا طويلة الأجل فقط. وعلى الرغم من أن هذه المراكز التنوعية غير تقليدية وفقاً لمعايير SAA، إلا أنها أدمجت لفائدتها في تحسين المرونة وتحقيق أهداف مثل الحماية من التضخم أو عدم تناسق العائد.

أصول التمويل واتخاذ القرارات التكتيكية

ومن إحدى الطرق التي تبدأ بها العديد من شركات SAA في الانتقال إلى نهج TPA هي كسر الانعزال، والتي تبدأ غالباً بالتفكير في أصول التمويل (على سبيل المثال، بيع الأسهم العامة لتمويل الأسهم الخاصة). ومع ذلك، ومع استمرار عملية الانتقال، يفصل منهج TPA مفهوم "التمويل" إلى صوامع محددة مسبقاً ويركز بدلاً من ذلك على تكلفة الفرصة البديلة وتحسين المحفظة. ويوفر ذلك تحولاً في العقلية من حيث اتخاذ القرارات التكتيكية، أو نهج TPA معادلاً للتخصيص التكتيكي للأصول (TAA).

في CPPIB، تقوم لجنة الاستثمار المركزية بتنسيق قرارات تخصيص رأس المال عبر فئات الأصول. يتيح ذلك إعادة تخصيص أكثر مرونة لرأس المال دون الحاجة إلى مقايضات صارمة لكل صفقة على حدة من قبل فرق العمل من القاعدة إلى القمة. وبالمثل، ابتعدت PSP عن التعيين الجامد لمصادر التمويل. وبدلاً من ذلك، اعتمدت هيكلًا معياريًا هرميًا، يتضمن تركيزاً واضحاً على الأصول والخصوم على مستوى القمة، لتحديد المصدر الذي ينبغي أن يأتي منه رأس المال ونشره.

كما يسهل هيكل الحوكمة الثلاثي المستويات لمؤسسة GIC هذه المرونة أيضاً. تعالج المحفظة المركبة، التي يديرها مكتب الرئيس التنفيذي للاستثمار بشكل ديناميكي، التمويل قصير الأجل أو التعرضات الموضوعية دون تعطيل المخصصات الاستراتيجية طويلة الأجل. يتم تمكين هذه المرونة من خلال التناقض المعتمد في تصنيفات الأصول، مع التركيز بشكل أقوى على تكلفة رأس المال، والمساهمة في المخاطر، والملاءمة الموضوعية.



أحد الأسئلة المهمة هو كيف يختلف هذا النهج في إطار TPA عن TAA. نرى الاختلافات من ناحيتين:

1. إن تخصيص الأصول التكتيكي له مركز ثقل يتماشى مع معايير السياسة المرتبطة بنهج SAA التقليدي، لذلك فإن مكتب الاستثمار دائماً ما يكون في عقلية الخروج عن القيود التي حددتها الهيئة الإدارية.
2. إن ما تقدمه معظم نماذج أصول التمويل والنماذج التكتيكية في TPA هو فرصة تحديد ما هو الأفضل حقاً للخطة والمحفظة، مع وجود قيود أقل تعسفاً حول معيار SAA.

تسامح أكبر مع انعدام السيولة

بالمقارنة مع الشركات التي لديها إطار عمل SAA، كانت الشركات التي تتبنى نهج TPA عادةً أكثر ملائمة بكثير مع انعدام السيولة ومواءمة انعدام السيولة مع أهداف الخطة بدلاً من أن تكون مرتبطة بوزن معياري. فعلى سبيل المثال، قام صندوق USS بإدارة أصوله الخاصة داخلياً بشكل متزايد، مما سمح له بإنشاء تخصيصات فرعية مخصصة. وينبع ذلك من إدراك طبيعة التزاماته وأهدافه طويلة الأجل. وتجدر الإشارة إلى أن التحول نحو TPA لا يعني تلقائياً أن الصناديق تصبح أكثر سيولة. ومع ذلك، يمكن TPA هذه المؤسسات من اتخاذ قراراتها بحرية أكبر.

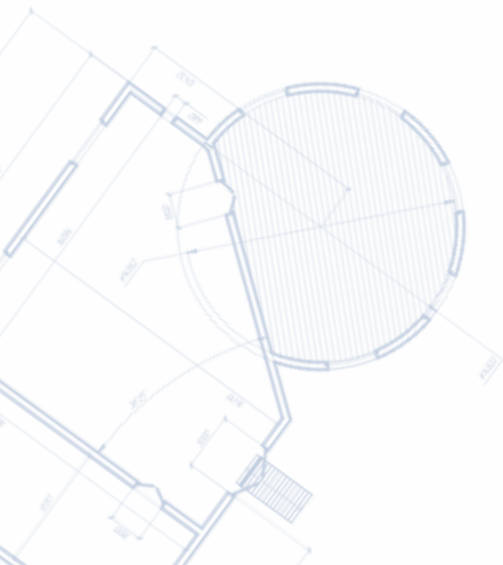
وبالمثل، يعتمد صندوق المستقبل تخصيص المزيد من الأموال للأسهم الخاصة ورأس المال الاستثماري والبنية التحتية أكثر من العديد من نظرائه. وقد أصبح هذا التحول ممكناً ليس فقط من خلال التسامح الفلسفي الأكبر مع انعدام السيولة، ولكن من خلال رؤية متكاملة للتدفقات النقدية للمحفظة والتراجعات والتعرضات الاقتصادية. وبالنسبة لهذه الصناديق، لم يعد انعدام السيولة يعتبر على أنه قيد على مستوى فئة الأصول، بل على أنه عامل تمكين لخلق قيمة طويلة الأجل عبر المحفظة.

إنشاء المحفظة

الاستعانة بمصادر خارجية: علاقات أقل وأعمق

يتمثل أحد المواضيع المشتركة بين مؤسسات TPA في تطور علاقات الاستعانة بمصادر خارجية إلى شركات أقل ولكن أعمق مع الشركاء العموميين (GPs). تُمكن TPA المؤسسات من تقييم المديرين ليس بمعزل عن غيرهم، ولكن بناءً على كيفية تفاعل استراتيجياتهم مع إجمالي تعرضات الصندوق وعوامل المخاطرة. وفي بعض الحالات، يصبح الشركاء العموميين شركاء معرفة وامتداداً لفريق الاستثمار حيث ينظرون في وجهات نظر السوق الأوسع نطاقاً. وفي حالات أخرى، تدخل شركات TPA في شراكة مع الشركاء العموميين لتقديم تعرضات مخصصة و/أو مستهدفة للغاية تتناسب مع الاحتياجات الحالية للمحفظة، مع فكرة أنه يمكن تكوين شراكة طويلة الأجل وقابلة للتكرار.

على سبيل المثال، ابتعدت نيوزيلندا سوبر عن أن تكون مجموعة متنوعة للغاية من المديرين الخارجيين لكي تركز على عدد أقل من علاقات الاستثمار ذات القنوات العالية. وغالباً ما تكون هذه العلاقات مدعومة بنطاق كبير وتفويضات متوائمة وبالتالي تسمح لفريق الاستثمار بالتحكم بشكل أكبر بكثير في إجمالي تعرضات المحفظة.



يأخذ صندوق المستقبل هذا الأمر إلى أبعد من ذلك من خلال النظر إلى الشركاء العموميين كامتداد لفريق الاستثمار. ونظرًا لعدم وجود معايير تقليدية أو تفويضات تقليدية لفئات الأصول، فإن فريق الاستثمار لا "يتنافس" مع الشركاء العموميين على الموارد أو المخصصات. وبدلاً من ذلك، هناك حوار مفتوح، مما يتيح إجراء حوارات صريحة ونشر رأس المال بشكل أكثر استهدافاً، بما في ذلك الاستراتيجيات غير التقليدية أو "الخارجة عن المألوف".

الاستعانة بمصادر داخلية: المحافظ المكتملة وفرق عمل المخاطر الإجمالية

لا تستخدم جميع شركات TPA مديريين خارجيين. في الواقع، قد تمكّنهم TPA من استيعاب قدرات معينة. وفي حين أن هذا الأمر قد يستغرق وقتاً طويلاً، إلا أن بناء القدرات الداخلية يسمح للفرق بربط التعرضات والمخاطر عبر المحفظة مع التركيز على تفرد كل مؤسسة بدلاً من عزلها في صوامع منعزلة، وهو ما يمكن أن يظل موجوداً عند الاستعانة بمصادر خارجية. بالإضافة إلى ذلك، غالباً ما يتضمن ذلك تطوير المحافظ المكتملة أو فرق التكامل.

تحتفظ شركة CPPIB بـ "مجموعة مركزية لبناء المحفظة" مكلفة بتجميع التعرضات في جميع فئات الأصول والفرق في رؤية متماسكة للمحفظة بشكل عام. لا يتمثل الهدف من ذلك في إدارة الصفقات بشكل دقيق، بل التأكد من أن كل قرار يساهم في تحقيق أهداف الصندوق الإجمالية من حيث المخاطر والعائد. وكما ذكرنا سابقاً، يمكن بعد ذلك تعويض هذه التعرضات عبر المحافظ المركبة، والتي تتم إدارتها في معظم الحالات داخلياً أيضاً.

وبالمثل، لدى صندوق المستقبل فريق متخصص في تكامل المحفظة المالية يتمتع بإلمام شامل بخصائص الأسهم والائتمان والسيولة والخصائص الكلية لكل استثمار. ويتيح ذلك قياساً متسقاً لـ "ما هو ناجح" عبر الصندوق ويدعم عملية تخصيص مستمرة ومتكاملة. على الرغم من أنه لا تتم إدارة جميع الأصول داخلياً، إلا أن هذه الوظيفة الداخلية ضرورية للحفاظ على النظرة الكلية للمحفظة.

بالإضافة إلى ذلك، فإن استخدام مجموعات العمل متعددة الوظائف، كما رأينا في صندوق المستقبل ومؤسسة GIC، يجمع المتخصصين من مختلف "الركائز" للتعاون في الفرص المتاحة على مستوى المحفظة. ولا تكون هذه الركائز دائماً خاصة بفئة الأصول، ولكنها قد تكون موضوعات أوسع نطاقاً في الصناعة، مثل الذكاء الاصطناعي أو الجغرافيا السياسية أو الابتكارات التكنولوجية التي تؤثر على جميع أجزاء المحفظة. ومن الناحية الثقافية، يعزز توفر مجموعات العمل الداخلية هذه من عقلية المحفظة الواحدة ويكافئ المواهب بفرص التعاون المتبادل.

خطأ التتبع وقياس المخاطر

مخاطر نشطة أكبر، مُعرّفة بشكل مختلف

ومن أهم التحولات التي اكتشفناها في إطار نهج TPA كان الاستعداد لتحمل خطأ تتبع أعلى لمحفظة مرجعية بدلاً من تخصيص الأصول الاستراتيجية، خاصة عند مقارنتها بمجموعات الأقران. المحفظة المرجعية عبارة عن محفظة ظل أو محفظة افتراضية من الاستثمارات السلبية منخفضة التكلفة والمدرجة في البورصة والمصممة لالتقاط أفق الاستثمار طويل الأجل وملف مخاطر الاستثمار. عادةً ما تكون المحافظ المرجعية أبسط من محفظة سياسة الصندوق، والتي تميل إلى أن يكون لها معايير أكثر إلزاماً تتماشى مع معايير SAA التي حددها مجلس الإدارة. وبعبارة أخرى، توفر المحافظ المرجعية مبادئ توجيهية للمخاطر والعائدات الإجمالية، بينما توفر محافظ السياسات قواعد حول فئات الأصول التي يجب امتلاكها.

وعند استخدام محفظة مرجعية، كما هو الحال في نيوزيلندا سوبر أو CPPIB أو GICM، يتابع مكتب الرئيس التنفيذي للاستثمار خطأ التتبع عن كثب مع فرق اعتبار تحمله وتفسيره من انحرافٍ إلى عرض للموقع الحالي. في حالات أخرى، وفي حال توفر تدفق للالتزامات، يتم تحديد المخاطر النشطة على مستوى فائض/عجز التمويل.

ومع ذلك، فإن المقاييس الكمية مثل هذه المقاييس يمكن أن تشجع على التفكير الشبيه بتفكير SAA. في شركة Railpen، أدت المخاوف بشأن العواقب غير المقصودة لاستخدام خطأ التتبع إلى تخفيف استخدام المحفظة المرجعية الخاصة بها، مع الاعتراف بأن الالتزام الصارم يقوض التفكير المتكامل لنهج TPA ويؤدي إلى إبعاده عن الهدف العام. وبدلاً من ذلك، قاموا بوضع تقييمات نوعية و KPIs لتعكس الأهداف المعقدة والمتعددة العملاء للصندوق.

ويحتضن صندوق المستقبل هذا التعقيد، ولكنه يستخدم خطأ التتبع كواحد من المدخلات في العديد من وجهات نظر مخاطر المحفظة والعائد. في الواقع، هو يستخدم محافظ مقارنة تتراوح من محافظ بسيطة (نقدية + أسهم) إلى أشكال أكثر تنوعاً، مما يؤدي فعلياً إلى بناء سلسلة من المحافظ الأكثر تعقيداً والتي تعكس في النهاية تعرضاتها الخاصة. والمقصود ليس ترسيخ السلوك، بل "محاكاة أنفسهم". وهذا يوفر الشفافية لأصحاب المصلحة دون تقويض ابتكار المحفظة.

إدارة المخاطر: من الامتثال إلى الغرض

يُعيد نهج TPA صياغة دور إدارة المخاطر من القياس الإلزامي إلى كيفية تحقيق المحفظة للهدف الكلي. فبدلاً من قياس التقلبات في حد ذاتها، تركز أطر المخاطر في نهج TPA بشكل متزايد على مخاطر العجز أو تقلب الفائض أو مرونة التراجع والتعافي. هذا الأمر مهم بشكل خاص لخطط المعاشات التقاعدية التي توزع الأموال على الأعضاء بنشاط.

كان الحديث الشائع خلال عملية المقابلات التي أجريناها هو الرغبة والحاجة إلى لوحات معلومات تتبع مقاييس متعددة. ذكرت كل من نيوزيلندا سوبر و Railpen و USS و PSP أهمية قياس النجاح والمخاطر على مستوى المحفظة الإجمالية. فعلى سبيل المثال، وبدلاً من مجرد النظر إلى التقلبات أو خطأ التتبع بالمقارنة إلى معيار مرجعي، قد تنظر الصناديق إلى مجموعة متنوعة من مؤشرات الأداء الرئيسية (key risk indicators, KRIs) للحكم على النجاح في الفترة الانتقالية.

في USS، يركز فريق الاستثمار على تقلبات فجوة التمويل بدلاً من خطأ التتبع التقليدي بالمقارنة إلى معيار مرجعي. وهذا يتماشى بشكل أفضل مع التزامات الصندوق والوعود طويلة الأجل للمستفيدين.

وفي مثال آخر، بدأت PSP في التحول من تقييمات المخاطر على مستوى الصفقات إلى رؤية أكثر تماسكاً لمخاطر المحفظة من القمة إلى القاعدة. وتشمل جهودهم تطوير مقاييس تكاملية، مثل نسب التقلبات وترجيح المخاطر النشطة، لتكوين صورة أكثر اكتمالاً للمخاطر على مستوى الخطة ككل.

يدير GIC المخاطر عبر ثلاث طبقات: سياسة إدارة محفظة طويلة الأجل، 10 سنوات من الاستراتيجية و 3-5 سنوات. يساعد هذا الهيكل الصندوق على التعامل مع كل من المخاطر الاستراتيجية طويلة الأجل ومخاطر السوق قصيرة الأجل. ويتم معايرة المخاطر في هذا السياق ليس من خلال حدود خطأ التتبع، ولكن من خلال مرونة التضخم، وتكلفة رأس المال، والتراجعات المتوقعة.

حتى المؤسسات التي لا تزال تحتفظ بمحافظ مرجعية، مثل CPPIB، فإنها تفعل ذلك مع وجود حرية إدارة كافية للتباعد عندما يؤدي ذلك إلى تحسين النتائج. كما صاغها جيفري روبن، المدير الإداري الأول وكبير استراتيجيي الاستثمار في إدارة المحفظة الإجمالية: يتمثل دور الهيئة الإدارية في تحديد المشكلة بوضوح تام. السؤال الذي يطرح نفسه هو: ما مدى حرية الإدارة في حل المشكلة؟



المرحلة 3:

توظيف عقلية TPA في العمل

بقلم: جاين بوك، محلل الاستثمار البديل المعتمد (CAIA)، محلل مالي معتمد (CFA)

كما هو الحال مع التقرير الأول، إطلاق العنان للابتكار: صعود نهج المحفظة الإجمالية، يسعدني أن أساهم في هذا التكملة المهمة، وتعميق الحوار، والاستفادة من الخبرة العملية لشركة WTW ومعهد التفكير المستقبلي مع مالكي الأصول الذين ينتقلون من نهج SAA إلى نهج TPA.

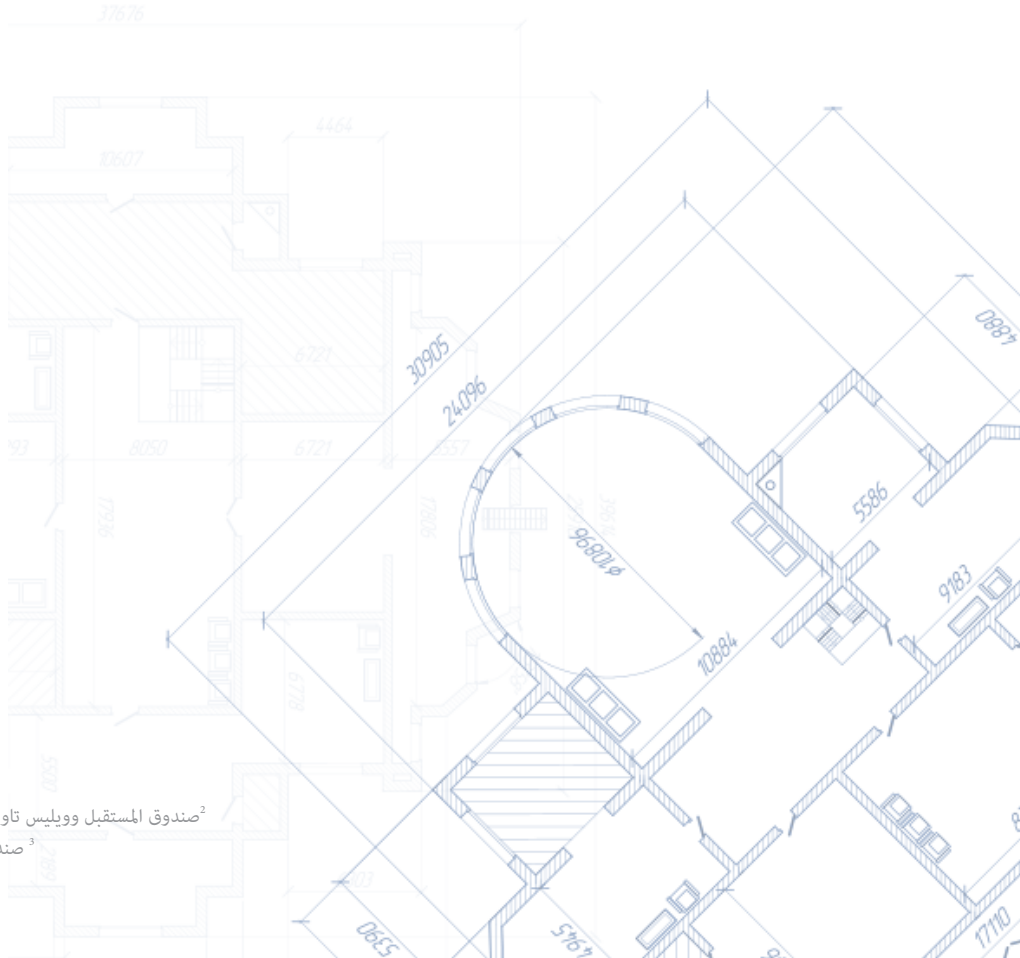
كما كتبت في الورقة البحثية الأصلية، "TPA ليست وجهة - إنها طيف." هذه الرؤية لا تزال قائمة. حتى الصناديق التي يُنظر إليها على أنها نماذج نموذجية لنهج TPA غالباً ما تصف نفسها بأنها صناديق هجينة - لا تزال تتطور وتتعلم - ولكنها عازمة دائماً على التحرك نحو اليمين على طول طيف SAA-TPA.

لقد كان لمعهد التفكير المستقبلي وشركة WTW شرف العمل عن كثب مع العديد من مالكي الأصول الواردة في هذه الورقة، حيث شارك نصفهم معنا في رحلة TPA الخاصة بهم. وقد زدنا هذا التعاون برؤية ثاقبة لا تقدر بثمن في كل من المقاصد الاستراتيجية والواقع التشغيلي لتنفيذ نهج TPA. واستناداً إلى هذه التجربة، قمنا بتطوير أطر عمل عملية وأدوات تشخيصية للمساعدة في تسهيل عملية الانتقال من مرحلة التطلعات إلى مرحلة العمل.



كما ذكرت سابقاً في إطلاق العنان للابتكار، هناك زخم متزايد وراء TPA، ويعزز ذلك دراسة بحثية عالمية للأقران أجراها معهد التفكير المستقبلي. وفي دراسة أجريت مع صندوق المستقبل في 2024²، عمل معهد التفكير المستقبلي مع مجموعة من الأقران من 26 من مالكي الأصول، بناءً على دراسة مماثلة من 2017³. كان الهدف من ذلك هو استكشاف أفضل الممارسات العالمية وتتبع كيفية تطور الأمور عبر المواضيع الرئيسية: الحوكمة، والاستراتيجية، والأفراد، والمخاطر، والتكنولوجيا، والاستدامة، وما إلى ذلك. لكن موضوعاً واحداً ظل يطفو على السطح: TPA.

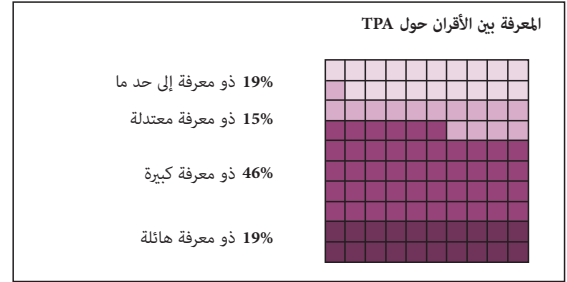
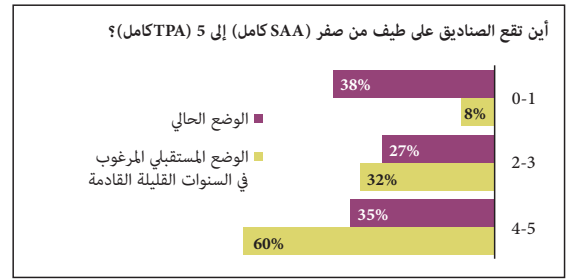
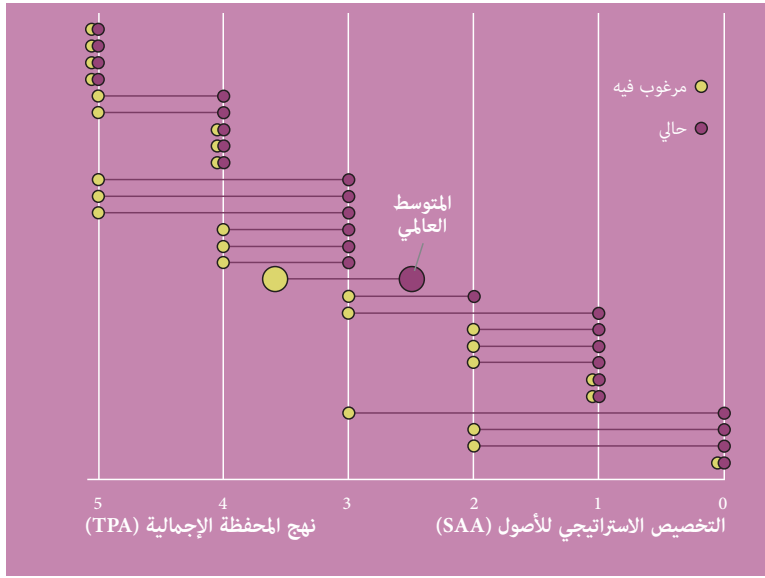
ولدهشتنا، لم يكن حاضراً فقط، بل كان في المقدمة. وقد انخفض عدد الصناديق التي لا تزال تنشر SAA بمقدار النصف منذ 2017. وفي الوقت نفسه، 35% قد اعتمدوا نهج TPA (9 من 26)، و 54% آخرين يتوقعون التحرك في هذا الاتجاه.



² صندوق المستقبل وويليس تاورز واتسون، دراسة الأقران العالمية لمالكي الأصول حول أفضل الممارسات، 2024

³ صندوق المستقبل وويليس تاورز واتسون، القيادة الذكية، المتابعة السليمة، 2017

اعتماد نهج TPA بين الأقران العالميين



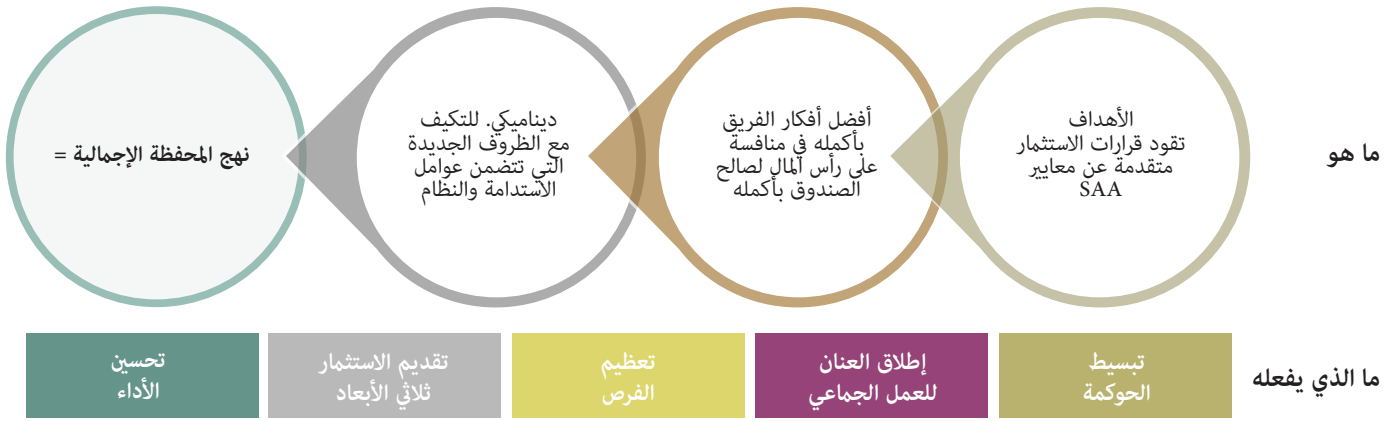
المصدر: معهد التفكير المستقبلي، WTW،
دراسة الأقران من مالكي الأصول العالمية 2024

كانت الموجة الحالية من الاهتمام ملحوظة بشكل خاص في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تستكشف صناديق مثل CalPERS بنشاط اعتماد TPA. ولكن الأمر لا يقتصر على المؤسسات الكبيرة فقط. فالصناديق الصغيرة أيضاً تتساءل عن كيفية تضمين نهج TPA في حوكمتها وثقافتها وعملية الاستثمار فيها.

ولعدم هذه الرحلة، يقدم هذا القسم الأخير إطار عمل عملي لأولئك المستعدين للانتقال من الاهتمام إلى العمل. وهو يعتمد على الحكمة الجماعية للأشخاص الذين قابلناهم، والأطر العملية التي طورتها شركة WTW، والتجربة الحية للصناديق التي سارت على هذا الطريق.

نبدأ بفرضية بسيطة: TPA ممكن لأي صندوق، ولكن TPA لا يناسب جميع الصناديق. ويرجع السبب في ذلك إلى أن نهج TPA يتطلب وضوح الهدف، والاستعداد لتحدي الأنظمة القديمة، والالتزام بالتنفيذ التدريجي. لذلك، يتطلب الأمر أيضاً حوكمة مرنة لتحقيق النجاح. فيما يلي مجموعة من الأدوات والأطر ونقاط اتخاذ القرار لمساعدتك في رسم مسارك الخاص، بناءً على وضعك الحالي وطموحك المستقبلي والقيود والفرص الفريدة لمؤسستك.

إليك طريقة تفكيرنا في الأمر:



المصدر: معهد التفكير المستقبلي، WTW

ما هو TPA مقابل ما الذي يفعله TPA

ما هو TPA

في جوهره، TPA هو عملية واحدة: نهج موحد لتخصيص رأس المال يعتمد على أفضل الأفكار في جميع أنحاء المؤسسة لخدمة هدف الصندوق الكلي. إنه ديناميكي وشامل ويضمن أن يتنافس كل استثمار على قدم المساواة - بغض النظر عن فئة الأصول أو التسمية.

على النقيض من ذلك، يعمل SAA كعملية من مرحلتين: أولاً، وضع معيار للسياسة؛ وثانياً، تخصيص رأس المال في مجموعات فئات الأصول التي تدار بمعزل عن غيرها. والنتيجة؟ التجزئة. يتم تحسين القرارات داخل الصوامع وليس عبر المؤسسة بأكملها.

يستبدل TPA التجزئة بالتكامل. يتدفق رأس المال إلى حيث يمكن أن يضيف أكبر قدر من القيمة، وليس فقط إلى حيث يكون متقدماً على المؤشر. TPA هو:

- مدفوع بالأهداف، وليس مرتبطاً بالمعايير: يبدأ TPA بالهدف الإجمالي للصندوق ويعمل بشكل عكسي. لا يتعلق الأمر بملاء مختلف المحافظ الفرعية المختلفة، بل بالتركيز على نتائج الصندوق الإجمالية.
- اتخاذ القرارات المتكاملة: يشجع نهج TPA على الالتزام المشترك بأفضل الأفكار للمحفظة بأكملها، بدلاً من قيام فرق منفصلة بتحسين زواياها الخاصة.
- مرن وديناميكي ومتكامل: يجمع نهج TPA بين المخاطر والعائد والسيولة والاستدامة والتفويض والقيود التشغيلية في حوار واحد.

- **يعزز الحوكمة:** يوضح TPA حقوق اتخاذ القرار ويحول التركيز من الخيارات على مستوى الأصول إلى إجمالي نتائج الصندوق. تركز مجالس الإدارة على السياسة والهدف؛ وتكتسب فرق الاستثمار المرونة والمساءلة.
- **يطلق العنان للعمل الجماعي:** يعمل نهج TPA على تفكيك الصوامع وتنمية العمل الجماعي متعدد التخصصات. يتم تحفيز الفرق على المساهمة بأفضل ما لديهم من أفكار في المحفظة بأكملها.
- **يزيد من الفرص إلى أقصى حد:** يجب أن تبرز كل استراتيجية مكانها بناءً على مساهمتها في النتائج الإجمالية - وليس فقط ملاءمتها داخل الغطاء. يفتح TPA الباب أمام أفكار أوسع نطاقاً وأكثر إبداعاً.
- **يُمكن الاستثمار ثلاثي الأبعاد:** يخلق TPA مساحة لاتخاذ قرارات استثمارية تعكس الأهداف المالية وغير المالية على حد سواء. الاستفادة والتأثير ليسا عنصرين متراكبين - فهما جزء لا يتجزأ من بناء المحفظة الاستثمارية.
- **يحسن الأداء:** وبالطبع ينبغي الحذر في اعتبار أية نتائج ضماناً على نجاح على نهج ما إلا أن سجل الأداء كان جيداً للغاية حتى الآن حيث تشير بيانات العشر سنوات إلى أن الشركات التي اعتمدت نهج TPA قد تفوقت على نظيراتها من الشركات التي اعتمدت نهج SAA بمعدل 1.3% سنوياً. والأهم من ذلك هو أن نهج TPA يجهز المؤسسات لاتخاذ قرارات أفضل، والتكيف بشكل أسرع، والتركيز على الهدف طويل الأجل، وهذا يدعم ميزة مسبقة للأداء في المستقبل.

من وجهة نظر WTW، فإن نهج TPA ليس مجرد طريقة أفضل لتخصيص رأس المال؛ بل هو طريقة أفضل لتنظيم عملية صنع القرار. حيث يعيد صياغة كيفية عمل الفرق المختلفة، وتقييم الفرص، وكيفية السعي لتحقيق الأهداف. ولكن ولضمان تنفيذه بفعالية، على الصناديق أن تفحص طرق عملها وتعالج النماذج الأساسية التي تشكل نهجها.

الركائز الخمس: خطوات الانتقال إلى TPA

قبل التعمق في كيفية الانتقال إلى TPA، يجدر بنا أن نتوقف قليلاً للنظر في البنية الأوسع نطاقاً لبناء المحفظة. وسواء كان الصندوق يعمل في إطار نهج SAA أو نهج TPA أو في مكان ما بينهما، فإن هناك خمسة نماذج أو "ركائز" أساسية تحدد كيفية اتخاذ قرارات الاستثمار: الحوكمة والاستثمار والأفراد والمخاطر والاستدامة. هذه النماذج موجودة في كل مؤسسة. وهي ليست فريدة من نوعها بالنسبة لنهج TPA، ولكن كيفية تصميمها، ومدى جودة عملها معاً، يمكن أن يسبب نجاح أو فساد أي استراتيجية استثمارية.

ويمثل كل نموذج مجالاً متميزاً من مجالات صنع القرار، لكنها مترابطة بعمق. وهي موضحة في الشكل 2.

الشكل 2

نموذج الحوكمة	النموذج الاستثماري	نموذج الأفراد	نموذج المخاطر	نموذج الاستدامة
يحدد الجهة التي تتخذ القرارات وكيفية تفويض السلطة	يضع قواعد تقييم الفرص وقياس الأداء	يعكس الثقافة، والمهارات، والحوافز التي تدفع السلوكيات	يحدد كيفية فهم حالة عدم اليقين وإدارتها بمرور الوقت	يوضح كيفية دمج الأهداف المالية وغير المالية في المحفظة

المصدر: معهد التفكير المستقبلي، WTW

الركائز الخمس كلها أساسية - سواء كان الصندوق يستخدم SAA أو TPA. ولكن من خلال عدسة TPA، يصبح كل نموذج أكثر تكاملاً وديناميكية وتوجهاً نحو تحقيق النتائج. هذا موضح في الشكل 3.

إعادة تعريف الركائز الخمس تحت "عدسة" TPA

الشكل 3

نموذج الحوكمة	النموذج الاستثماري	نموذج الأفراد	نموذج المخاطر	نموذج الاستدامة
اتخاذ القرارات الاستثمارية من خلال هيكل أكثر رشاقة بقيادة الرئيس التنفيذي للاستثمار تخصيص رأس المال بالاسترشاد بمقاييس وأبعاد متعددة اتخاذ القرارات في الوقت الحقيقي، أكثر ديناميكية	من معايير فئة الأصول إلى أهداف الصندوق الإجمالية تقييم الأداء مقابل النتائج المتوافقة مع المهمة التنوع الذي يتحقق من خلال عوامل المخاطرة	التركيز على عقلية «الفريق رقم واحد» التركيز على التعاون والتفكير المنطقي والحوافز المشتركة الثقافة والقيم التي تعززها التعويضات وتصميم المؤسسة	توسيع نطاق تعريف المخاطر ليشمل ضعف المهمة تقييم شامل لمخاطر السيولة والمخاطر النظامية استخدام أطر دورة الحياة والأطر المرجحة بالنقود	الاستدامة مدمجة بالكامل دمج الأهداف البيئية والاجتماعية والمؤسسية والأهداف الصافية الصفرية من القمة إلى القاعدة ومن القاعدة إلى القمة تمكين الاستثمار ثلاثي الأبعاد - توحيد عملية اتخاذ القرار عبر المخاطر والعائد والاستدامة

المصدر: معهد التفكير المستقبلي، WTW

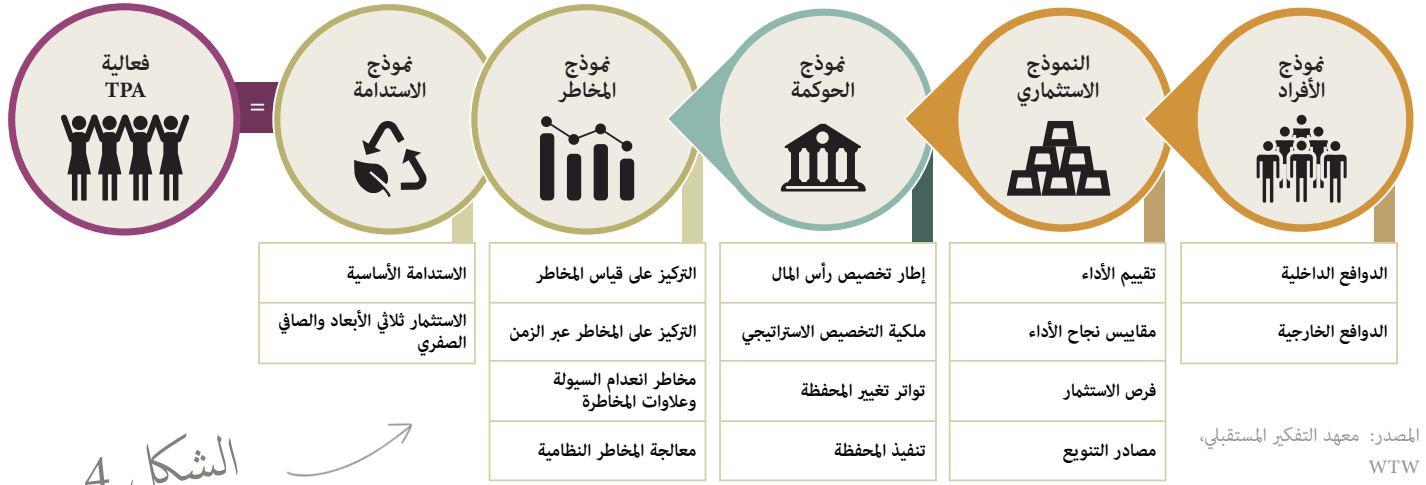
وأود بعد تحديد الركائز الخمس، أن أقدم استعارة- ألا وهي التفكير في TPA كمنزل.

تعتمد سلامته الهيكلية على خمس دعائم رئيسية - أعمدة تمتد عبر كل طابق: الحوكمة والاستثمار والأفراد والمخاطر والاستدامة. هذه الركائز الخمس هي ما يجعل البيت قائماً - ليس من الناحية النظرية وحسب، بل ومن الناحية العملية أيضاً. قد تبدأ بعض المؤسسات بهيكل من طابق واحد مبني على تغيير العقلية. وقد يضيف آخرون طوابق أخرى مع مرور الوقت، مما يعزز نماذج الحوكمة والمخاطر الخاصة بهم مع تطورهم. وبغض النظر عن الارتفاع أو الطموح، هناك مبدأ واحد صحيح: لا يمكنك التنازل أو التساهل فيما يتعلق بالأساس. سنعيد النظر في هذه الاستعارة مرة أخرى عندما نستكشف نماذج TPA المختلفة التي اعتمدتها الصناديق.

قد تبدو عملية الانتقال إلى TPA معقدة لأنها تمس جميع الركائز الخمس، ولكن تقسيمها يجعلها أكثر سهولة. من خلال عقدين من البحث والعمل العملي مع متبنيي نهج TPA، حددت WTW "ةمالح" 16 تتوافق مع هذه الركائز وتشير إلى التقدم المحرز على طول رحلة TPA.

ومن المثير للاهتمام، أننا غالباً ما نرى تسلسل التغيير يتدفق من الأفراد و الاستثمار ، نحو الحوكمة ، ثم المخاطر ، وأخيراً الاستدامة. ذلك لأن التحولات في العقلية غالباً ما تبدأ بكيفية تفكير الفرق وتعاونها قبل أن تترسخ الإصلاحات الهيكلية. ويتضح ذلك من الشكل 4.

خطوات الانتقال إلى TPA



الشكل 4

TPA كطيف - أداة تشخيصية

ولدعم هذا الانتقال، قمنا بتطوير معيار تشخيصي، والذي لا يشكل بطاقة تقييم أو نظام تصنيف، بل هو عبارة عن أداة عملية لتقييم موقع الصندوق اليوم (X) على طيف SAA-TPA والمكان الذي قد يهدف إلى أن يكون فيه (Y). يشمل إطار العمل جميع الركائز الخمس و 16 علامة، موضحة في أقصى اليسار، ويبرز كيف تظهر كل علامة عادةً في بيئات SAA مقابل بيئات TPA.

عند مقارنة العمود الأوسط الأيسر (SAA) بالعمود الأقصى الأيمن (TPA) في الشكل 5 ، فإن الاختلافات تكون مذهلة.

16 علامة	التخصيص الاستراتيجي للأصول (SAA)	0	1	2	3	4	5	نهج المحفظة الإجمالية (TPA)
الدوافع الداخلية: مثل العقلية	العقلية الانعزالية أو القطاعية أو المتمحورة حول الذات، والمهارات القطاعية/التخصصية، والنتائج القطاعية		X	←	Y			عقلية الفريق رقم واحد ومهارات "T" الأوسع نطاقاً ونتائج TP
الدوافع الخارجية: مثل الحوافز	الحوافز تتماشى مع نتائج فئة الأصول يتم تكوين التفكير بشكل ضيق							الحوافز تتماشى مع إجمالي نتائج الصندوق، والتفكير شديد الترابط والنظامية
الأداء المقتم مقابل	معايير إطار عمل SAA							أهداف الصندوق باستخدام إطار (RP) عمل علاوات المخاطر
يقاس نجاح الأداء من خلال:	القيمة المضافة النسبية							إجمالي عائد الصندوق
فرص استثمارية من:	فئات الأصول							المساهمة في النتيجة الإجمالية للمحفظة
التنوع بشكل أساسي من خلال:	فئات الأصول							عوامل الخطر
إطار تخصيص رأس المال	مقايضة عائد المخاطرة							استخدام بطاقة أداء جودة المحفظة
ملكية التخصيص الاستراتيجي	عملية تتمحور حول مجلس الإدارة							عملية تتمحور حول الرئيس التنفيذي للاستثمار
تواتر التغيير:	اجتماعات غير متكررة، تعتمد على التقييم							المراقبة والتغيرات في الوقت الفعلي
الحافطة المنفذة من قبل:	فرق متعددة تتنافس على رأس المال							فريق واحد يتعاون معاً
ركز قياس المخاطر على	التقلب وخطأ التنوع في إطار عمل SAA							القيمة المعرضة للمخاطر وانخفاض قيمة المهمة في إطار عمل RP
ركزت المخاطر	مدمج في إطار عمل IID، العوائد المرجحة زمنياً							هيكل مصطلح المخاطر، ودورة الحياة، والعوائد المرجحة بالنقود
مخاطر انعدام السيولة	الاعتبار الأساسي لانعدام السيولة							التكامل الكامل للسيولة/انعدام السيولة
معالجة المخاطر النظامية	مشمولة في المخاطر النظامية							مشمولة في النظر في مخاطر الذيل
ترتيبات الاستدامة الأساسية	الاستدامة المنعزلة والمتخصصة، من القاعدة إلى القمة فقط							الاستدامة في جميع الأفكار والقرارات، من القمة إلى القاعدة ومن القاعدة إلى القمة
الاستثمار ثلاثي الأبعاد والصافي الصفري	عمليات منفصلة من القمة إلى القاعدة ومن القاعدة إلى القمة، أفق زمني قصير لتحقيق أهداف التأثير							تكاملاً من القمة إلى القاعدة ومن القاعدة إلى القمة، أفق طويل لأهداف التأثير

المصدر: معهد التفكير المستقبلي، WTW

كما هو موضح في أداة التشخيص، تميل إدارة SAA إلى أن تكون مدفوعة بالمعايير ومنغلقة على نفسها ومحكومة من خلال عمليات غير متكررة يقودها مجلس الإدارة. غالباً ما يتم التعامل مع الاستدامة على أنها تراكب متخصص. وعلى النقيض من ذلك، فإن نهج TPA موجه نحو تحقيق الأهداف، وهو تعاوني، وديناميكي. فهو يشجع على المنافسة على رأس المال - حيث يجب أن تبرر كل استراتيجية مكانها بناءً على مساهمتها في إجمالي النتائج. كما أنه يعمل على مواءمة الحوافز مع إجمالي نتائج الصندوق ويدمج الاستدامة في كل من الاستراتيجية من القمة إلى القاعدة والتنفيذ من القاعدة إلى القمة.

وتم تصميم الأداة بشكل صريح لتكوين صورة كاملة للعناصر التي تشكل إطار عمل ومنهجية 'AAS' وإطار عمل ومنهجية 'TPA'.

وفي حين يمكن استخدام الأداة بالتأكيد كأداة تشخيص، إلا أننا نوظفها أيضاً كخارطة طريق - كبيان للنوايا والطموح يتم التعبير عنه من خلال سلسلة من الخطوات العملية عبر أبعاد متعددة. وقد عملت WTW مع الصناديق التي تبدأ من 0 وتهدف إلى الوصول إلى 1، وكذلك تلك التي وصلت بالفعل إلى 3 وتنتقل إلى الانتقال إلى 4. وبغض النظر عن نقطة البداية، فإن الأداة تساعد على تحديد الروافع التي يجب سحبها وبأي ترتيب للتحرك نحو نسخة TPA التي تناسب سياق الصندوق وأهدافه على أفضل وجه.

تتمثل إحدى المزايا الإضافية للأداة في ملاءمتها للمؤسسات متعددة العملاء ومديري الأصول. وتدرج العديد من الصناديق التي تمت مقابلتها، بما في ذلك WTW بصفتها الاستشارية، ضمن هذه الفئة. بالنسبة لهذه المؤسسات، يمثل TPA مجموعة فريدة من التحديات. وعلى عكس الصناديق أحادية الغرض، يجب على هذه المؤسسات أن تنتقل بين مجموعة من التفويضات وتحمل المخاطر والآفاق الزمنية عبر مجموعات مختلفة من العملاء. هذا التعقيد يمكن أن يجعل من الصعب تحديد هدف موحد أو تطبيق محفظة مرجعية واحدة.

وكما لاحظ أحد الصناديق، فإن الالتزام الصارم بخطأ التتبع والمعايير المرجعية قد يقوض التفكير المتكامل الذي يتطلبه TPA. وللتغلب على هذه المشكلة، بدأت الصناديق متعددة العملاء في وضع تقييمات نوعية و KPIs مشتركة وهياكل فرق عمل مصفوفة ووظائف مركزية للمحافظ تسمح باتخاذ قرارات مشتركة دون فرض التوحيد. هذا هو المكان الذي تثبت فيه أداة التشخيص فائدتها بشكل خاص. ومن خلال تقسيم الركائز الخمس إلى علامات قابلة للتنفيذ، تساعد الأداة المؤسسات متعددة العملاء على تحديد الموقع الذي قد يقع فيه العميل ضمن هذا الطيف، وأي الرافعات التي يجب سحبها لتمكين كفاءة أكبر للمحفظة ضمن السياق الفريد لكل عميل.

والدرس المستفاد واضح: بالنسبة للمؤسسات متعددة العملاء، فإن TPA لا يتعلق بفرض التوحيد، بل يتعلق بتمكين التقسيم دون تجزئة، والتكامل دون تبسيط مفرط.

وفي نهاية المطاف، فإن الركائز الخمس ليست مجرد أدوات تشخيصية، بل تلعب أيضاً دور محركات التغيير، حيث تساعد الصناديق على الانتقال من الطموح المجرد إلى العمل الملموس، ومن عملية صنع القرار المجزأ إلى الإدارة المتكاملة للمحفظة. التسلسل مهم، وكذلك الأمر بالنسبة للتفاعل. فنموذج الأفراد الأقوياء سوف يتعثر بدون إصلاح الحوكمة. ونموذج الاستثمار الديناميكي سوف يتذبذب بدون تكامل المخاطر. كما أن الاستدامة، إذا لم يتم تضمينها في صلب اهتماماتك، فقد تصبح مجرد فكرة ثانوية - معترف بها من حيث المبدأ ولكنها غائبة في الممارسة العملية.

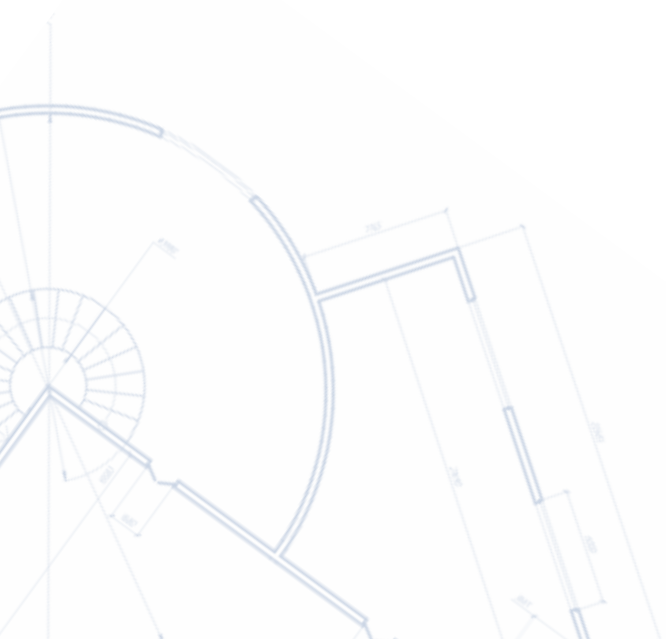
الخبر السار هو أن التغيير لا يجب أن يحدث دفعة واحدة. فقد بدأت العديد من أكثر التحولات نجاحاً بخطوات صغيرة: حوارات جديدة، وحوافز منقحة، وتأثير أفضل للقرارات، و مرور الوقت، تندمج هذه الخطوات. وعندما تبدأ النماذج الخمسة في التوافق، تبدأ المؤسسة في العمل كنظام يتسم بوضوح الهدف وسرعة التنفيذ والمرونة في مواجهة عدم اليقين.

وهذا النوع من النتائج الإيجابية هو بالطبع نتيجة جهد متواصل وعمل جماعي حقيقي. وبدون هذه المدخلات، قد يكون التقدم محدوداً. ومثل معظم مقترحات الاستثمار، ينطوي التحول إلى نهج TPA على مخاطر إلى جانب المكافآت المحتملة. ولن يكون هذا هو المسار الصحيح لكل صندوق. ولكن بالنسبة لأولئك الذين يختارون الانخراط، يمكن حتى للخطوات الصغيرة أن تعود عليهم بالفائدة.

عمليات التحول لنهج TPA: أربعة نماذج هجينة

في المرحلة 1، وصف آرون أربعة معالم مشتركة لوحظت في جميع مالكي الأصول على طول رحلة تنفيذ نهج TPA. تعكس هذه المراحل التجربة الحياتية للصناديق التي تخوض غمار التغيير، حيث تمثل كل منها مستوى متميزاً من الطموح والاندماج والتحول الثقافي.

كما رأينا عبر العشرات من مالكي الأصول، نادراً ما يتم اعتماد نهج TPA في خطوة واحدة شاملة. وبدلاً من ذلك، يتكشف الأمر على مراحل، وغالباً ما يكون على مدى عدة سنوات. ويمكن النظر إلى هذه المراحل على أنها النماذج الهجينة على طول طيف TPA، والتي تقابل المستويات 2 حتى 5 على إطار 0-5 لتسجيل الدرجات المستخدم في أداة التشخيص الخاصة بشركة WTW، حيث يمثل كلا من المستويين، المستوى (0) والمستوى (1) إصدارات نهج SAA. ويوضح ذلك في الجدول 6.



نماذج SAA إلى TPA ومعالجتها وخصائصها

المصدر: معهد التفكير المستقبلي، WTW، جمعية CAIA

النماذج	SAA-TPA نماذج	المعلم المعادل (الجزء الأول)	الخصائص
التقليدي SAA	المستوى 0	مرساة - التركيز على نهج SAA	النهج ذو المرحلتين؛ المعايير والدلاء
المعزز SAA	المستوى 1	الوعي - إجمالي نتائج المحفظة التي تم تقييمها	المزايا البسيطة للمحفظة المتكاملة
عقلية TPA	المستوى 2	التنشيط - «التحول في العقلية»	النظر في إجمالي تعرضات المحفظة
من القمة إلى القاعدة TPA	المستوى 3	بداية TPA - «الابتكار من القمة إلى القاعدة»	التراكبات الاستراتيجية؛ المحافظ المرجعية؛ الإدارة في أعلى الهرم الوظيفي
المتكامل TPA نهج	المستوى 4	أن تصبح أكثر إلزاماً - «TPA المتكاملة»	مخاطر المحفظة المتكاملة؛ المنافسة الكاملة على رأس المال
الواحد TPA صندوق	المستوى 5	تحقيق TPA - التحول إلى «الصندوق الواحد»	التحرر من الصوامع؛ التكامل الكامل للسيولة والتداول والميزانية العمومية

الجدول 6

المستوى 0 يعكس نهج SAA تقليدي حيث يسترشد بناء المحفظة وإدارتها بمعايير السياسة طويلة الأجل.

المستوى 1، SAA المعزز، يعكس مالاً أصول يعمل ضمن إطار عمل SAA، ولكنه بدأ في استكشاف مفاهيم أكثر ديناميكية وإجمالية للمحفظة الاستثمارية، مما يشير إلى نية مبكرة للتطور دون تغيير العقلية أو الحوكمة بعد.

المستويات 2 و 3 و عقلية TPA و TPA من القمة إلى القاعدة، هي ما نشير إليه بنماذج "TPA الهجين"، حيث تتشكل عناصر التفكير في المحفظة الإجمالية من خلال تغييرات واضحة في الأفراد والعمليات.

المستويات 4 و 5 و نهج TPA المتكاملة و صندوق TPA الواحد، تمثل اعتماد نهج TPA، الذي يتميز بتكامل أعمق ونهج محفظة موحدة.

ويعكس كل نموذج تكويناً مختلفاً للحوكمة والاستثمار والأفراد والمخاطر والاستدامة. وهي ليست مراحل إلزامية، بل هي تعبيرات مرنة عن مدى تقدم المؤسسة في ترسيخ مبادئ TPA. وقد يُنظر إلى كل نموذج كهدف، أو كنقطة انطلاق في رحلة متعددة السنوات.

TPA الهجين	عقلية TPA	من القمة إلى القاعدة TPA	نهج TPA المتكامل	صندوق TPA الواحد
TPA عامل	تضيف التفويضات ¹ مهارة المديرين والتنوع • تضم KPIs إجمالي المحفظة • مجموعة المديرين المتنوعة التي تقوم بحساب إجمالي مستوى الصندوق وتعلي مزيج الأصول	الاستكالات ² تعالج عوامل مخاطر الصندوق بالكامل • وظيفة أعلى الهرم الوظيفي والمخصصات إلى المحور • اعتماد المحفظة المرجعية • استراتيجيات الإنجاز	المشاركات ³ تبني التعرض للمخاطر المشتركة والقيمة المضافة • عوامل الخطر وأدواته • المنافسة على رأس المال • تتضمن مواصفات التفويض إجمالي عوامل التمويل	الشمولية ⁴ استغلال فرص الصندوق بالكامل • إدارة الميزانية العمومية • استخدام الرافعة المالية • إجمالي سيولة/تداول الصندوق • موضوعات الاستثمار في الصندوق بالكامل
تصميمات المحور والأذرع				
التحولات التنظيمية	لا تزال الصوامع قائمة. دفعة مركزية للتركيز على إجمالي نتائج المحفظة. تبذل الجهود من أجل تنويع عوامل المخاطرة من خلال مجموعة المديرين المتباينة	تسهل وظيفة "أعلى الهرم الوظيفي" التنسيق مع فرق فئات الأصول. توفر المحافظ المرجعية إطار عمل موحد. استراتيجيات الإنجاز تنتج التعرضات المطلوبة	توسع وظيفة أعلى الهرم الوظيفي من دورها لدعم منافسة أكثر ترابطاً على رأس المال. من المهم أيضاً زيادة التعاون والتواصل ثنائي الاتجاهات	تتضاءل الصوامع. يبقى التخصص. الاستخدام الكامل للميزانية العمومية. قدر أكبر بكثير من الترابط والتعاون بين الفرق

• تمثل عقلية TPA التحول المبكر نحو التفكير في المحفظة الإجمالية. تبدأ الفرق في تحدي القيود التي تفرضها SAA وتبدأ البرامج التجريبية في الظهور، وتتجذر الحوارات متعددة الوظائف. في حين أنه من الممكن المتابعة في إدارة المحافظ المختلفة بشكل منفرد، إلا أن أهداف الأداء تتسع، وتبدأ الحوافز في عكس المسؤولية المشتركة. وغالباً ما تكون هذه المرحلة مدفوعة من قبل فريق الاستراتيجية أو من قبل رئيس تنفيذي للاستثمار يتمتع برؤية ثابتة، وهي مرحلة تزرع بذور التحول دون الحاجة إلى تغيير هيكلية.

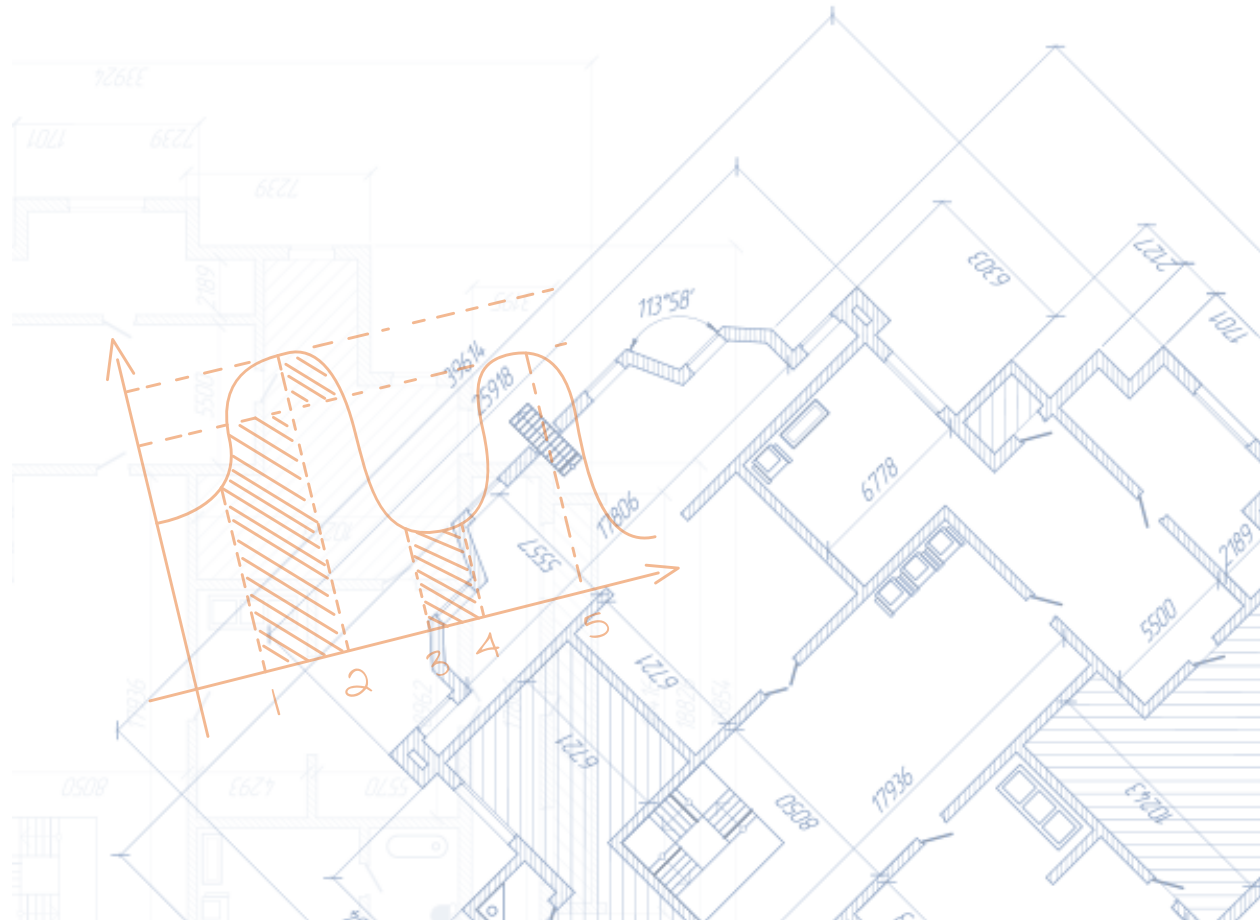
• يعتمد نهج TPA من القمة إلى القاعدة، أو "بداية TPA"، على آلية الاستثمار الحالية. يتم تقديم محفظة مرجعية لتوجيه المخاطر، مما يوفر معياراً لوضع المحفظة بشكل عام. وتتمثل الإضافة المهمة في هذه المرحلة في إنشاء وظيفة "أعلى الهرم الوظيفي"، والتي تعمل جنباً إلى جنب مع العناصر من القاعدة إلى القمة لتحسين إجمالي ترتيبات مخاطر الصندوق وعائداته. وغالباً ما يتضمن ذلك استخدام المشتقات المتراكبة. يتيح هذا النموذج إحراز تقدم كبير نحو TPA دون الحاجة إلى إصلاح شامل للأنظمة الحالية. وعلى حد تعبير جيف روبن، المدير الإداري الأول واستراتيجيات الصندوق الواحد، مجلس إدارة CPP للاستثمارات،

لا تتطلب بداية TPA إعادة تنظيم المؤسسة بأكملها حيث من الممكن البدء في نهج TPA مع فريق مركزي صغير يعتمد على أنشطة الإدارات الحالية."

جيف
روبن



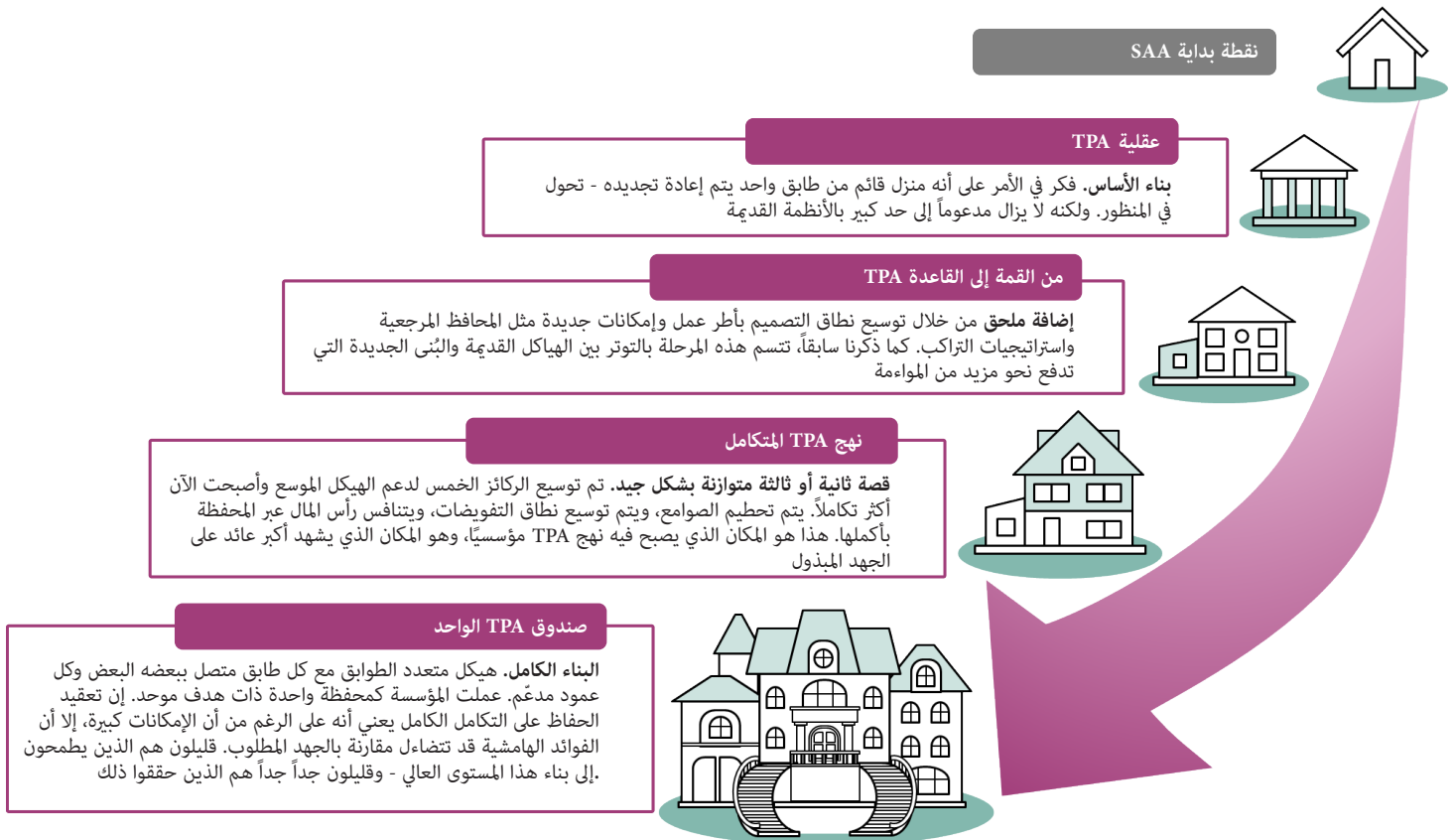
- **نهج TPA المتكاملة** هو المكان الذي يصبح فيه التكامل حقيقياً. حيث ينخرط مديرو المحافظ، الداخليون والخارجيون، في اتخاذ قرارات تتجاوز ألفا وخطاً التتبع لصالح المحفظة الإجمالية. وتعكس التفويضات إجمالي احتياجات المحفظة الاستثمارية. ويتم تقييم عوامل المخاطرة والتنوع في سياق المحفظة الإجمالية، ويتنافس رأس المال عبر المحفظة بأكملها. هذا النموذج يفتح قيمة كبيرة، خاصة في مجالات مثل الشراكة الذكية والاستثمار الموضوعي. ويعتمد النجاح على البيانات عالية الجودة والتي تقدم في الوقت المناسب وكذلك على ثقافة التعاون. واستناداً إلى ملاحظتنا الخاصة، نرى أن هذا هو النموذج الأكثر فعالية من حيث المفاضلة، حيث يقدم أكبر عائد على الجهد المبذول. ومع ذلك، يتطلب الأمر تعاوناً وتواصلاً كبيرين بين وظيفة "أعلى الهرم الوظيفي" وفرق الاستثمار من القاعدة إلى القمة.
- **يمثل صندوق TPA الواحد** التكامل الكامل. فالمنظمة تعمل كمحفظة واحدة وموحدة، وتستفيد من مرونة الميزانية العمومية، وتستثمر عبر مجموعة رأس المال، وتطبق الإدارة بشكل متسق. ويتم إشراك الشركاء بشكل استراتيجي والسعي على تحقيق مزايا النمو والتوسع. في حين أن الإمكانيات عالية، إلا أن تعقيد استدامة هذا النموذج يعني أن الفوائد قد تتناقص مقارنة بالجهد المبذول. والقليل ممن نجحوا في تحقيق المستوى والأقل من نجحوا في الحفاظ عليه.



بناء المنزل: نظرة هيكليّة لنهج TPA

لنعد إلى استعارة المنزل. الركائز الخمس - الحوكمة والاستثمار والأفراد والمخاطر والاستدامة - هي الدعائم الرأسيّة. يمثل كل نموذج هجين مرحلة مختلفة من البناء:

- **عقلية TPA** هي الأساس. فُكر في الأمر على أنه منزل قائم من طابق واحد يتم إعادة تجديده - وهو تحول في المنظور. ولكنه لا يزال مدعوماً إلى حد كبير بالأنظمة القديمة.
- **تضيف TPA من القمة إلى القاعدة** امتداداً - توسيع نطاق التصميم بأطر عمل وقدرات جديدة مثل المحافظ المرجعية واستراتيجيات التراكم. كما ذكرنا سابقاً، تتسم هذه المرحلة بالتوتر بين الهياكل القديمة والبُنى الجديدة التي تدفع نحو مزيد من المواءمة.
- **تمثل TPA المتكاملة قصة ثانية أو ثالثة متوازنة بشكل جيد.** تم توسيع الركائز الخمس لدعم الهيكل الموسع والذي أصبح الآن أكثر تكاملاً. يتم تحطيم الصوامع، ويتم توسيع نطاق التفويضات، ويتنافس رأس المال عبر المحفظة بأكملها، وهي المرحلة التي يصبح فيها نهج TPA مؤسسياً، وحيث ترى WTW أكبر عائد على الجهد المبذول.
- **صندوق TPA الواحد** هو البناء الكامل - هيكل متعدد الطوابق مع توصيل كل طابق ببعضه البعض وتدعيم كل عمود. وتعمل المنظمة كمحفظة واحدة ذات هدف موحد. إن تعقيد الحفاظ على التكامل الكامل يعني أنه على الرغم من أن الإمكانيات كبيرة، إلا أن الفوائد الهامشية قد تتضاءل مقارنة بالجهد المطلوب. وقليلٌ هم ممن يطمحون إلى بناء هذا المستوى العالي - وأقل بكثير من ينجحون بالفعل في تحقيقه.



الأهم من ذلك، لا يحتاج البيت إلى أن يكون متوازنًا في أركانه. قد يكون للصندوق المستوى 4 الحوكمة، ولكن المستوى 2 المخاطر، أو المستوى 3 الاستثمار مع المستوى 1 الاستدامة. هذا صحيح تمامًا. إن TPA ليس مسارًا خطيًا، بل هو هيكل ثلاثي الأبعاد، ويجب على كل مؤسسة أن تقرر مدى ارتفاع البناء في كل مجال بناءً على سياقها وقيودها وطموحها.

ولكن هناك مبدأ واحد ينطبق على جميع النماذج: لا يمكنك تخطي الأساس. الحوكمة والثقافة هما الجداران الحاملان لنهج TPA. وهما غالبًا ما يكونا الأصعب في التغيير والأسهل في التغاضي عنهما. ولكن بدونهما، ستواجه حتى أكثر نماذج الاستثمار تطوراً صعوبة في الصمود. وقد أكد العديد من أوائل من تبناوا نهج TPA على أهمية الحوكمة، مشيرين إلى أن الاختصار الوحيد الذي لا يمكن أن تسلكه في البداية هو في جانب الحوكمة. فيجب أن تكون الآثار المترتبة على الحوكمة واضحة تمامًا قبل العبث بأي من هذا.

وتوفر النماذج الأربعة الهجينة - عقلية TPA، وTPA من القمة إلى القاعدة، وTPA المتكاملة، وصندوق TPA الواحد - خارطة طريق عملية للمؤسسات التي تسعى إلى تطوير نهجها الاستثماري. ويعكس كل نموذج مستوى مختلفاً من الطموح والتكامل، ولكن لا يوجد نموذج متفوق بطبيعته. فالنموذج الصحيح يعتمد عليك - سياقك وقيودك وهدفك.

ما يهم أكثر من غيره هو الوضوح: وضوح النية ووضوح الهيكل ووضوح الحوكمة. بينما تتحرك المؤسسات على طول الطيف، يجب تعزيز الركائز الخمس - الحوكمة والاستثمار والأفراد والمخاطر والاستدامة - للحفاظ على السلامة الهيكلية. وفي حين أن الرحلة قد تكون غير خطية، إلا أن اتجاه السفر واضح: نحو مزيد من المواءمة والمرونة والكفاءة.

وفي كل من الورقة البحثية الأصلية الخاصة بنهج TPA وهذه التكملة، تبرز الحوكمة و الثقافة باستمرار كأهم عوامل التمكين للنجاح. ومع ذلك، غالبًا ما يُشار إليها على أنها أكبر العوائق أمام التغيير. كثيرًا ما نسمع من الصناديق التي لا تزال على خط البداية:

“إن حوكمتنا ثابتة لا تتغير ” أو “لن يتخلى مجلس إدارتنا أبدًا عن السيطرة على نهج SAA”

وعلى الرغم من أنني رأيت حالات يتم فيها اعتماد TPA من القمة إلى القاعدة، إلا أنه في كثير من الأحيان يبدأ الانتقال بتحسينات تدريجية يبدأها فريق الاستراتيجية. وعادةً ما تركز هذه الجهود المبكرة على حل المشاكل الفورية - تلك التي تنشأ عن الهياكل التقليدية لنهج SAA التي تمنع اتخاذ قرارات فعالة بشأن المحفظة. فالغريزة الطبيعية تميل إلى التركيز على ما هو في متناول اليد، أي المجالات التي لا تزال تحت سيطرة فريق الاستراتيجية.

قد تبدأ هذه الثورة الصامتة في زاوية صغيرة من المؤسسة وتحقق نجاحًا مبكرًا. ولكن ما لم تعالج في نهاية المطاف نموذج الحوكمة ، فإنها تخاطر بالتلاشي قبل الأوان. وكما تم تسليط الضوء عليه سابقاً، تواجه حتى أكثر المؤسسات الملتزمة بنهج TPA "قوة جاذبة" نحو ميول شبيهة بميول "SAA"، خاصة في لحظات التوتر أو عدم اليقين. يأتي هذا الجذب من مكان الراحة والألفة المتأصلة في العادة.

وعلى حد تعبير ستيفارت برينتال (Stewart Brentnall)، الرئيس التنفيذي للاستثمار في شركة TCorp،

” SAA هو نموذج للقياس والملاءمة. TPA هو نموذج للأفضلية والمواءمة. وللانتقال من أحدهما إلى الآخر، عليك أن تتخلى عن الراحة والملكية المنعزلة والتعريفات - كل ذلك سعيًا وراء شيء أكثر توافقاً مع هدف العميل النهائي.“

الخاتمة

المثابرة على الطريق

بقلم: جاين بوك، محلل مالي معتمد (CFA)، محلل الاستثمار البديل المعتمد (CAIA)

وآرون فيلبك، محلل الاستثمار البديل المعتمد (CAIA)، محلل مالي معتمد (CFA)، مخطط مالي معتمد (CFP®)، شهادة قياس أداء الاستثمار المعتمد (CIPM)، محترف البيانات المالية (FDP)

كما ناقشنا طوال مدة هذا التقرير، فإن TPA ليس مجرد إطار عمل، بل هو منهجية وعقلية. إنه أمر يتطلب الوضوح والشجاعة والمعايرة المستمرة.

إن المؤسسات الأبعد على الطريق لا تسعى وراء الكمال. إنهم يبنون أنظمة أفضل - تلك التي توائم بين رأس المال والهدف. ليس لأنهم قد وصلوا إلى حالة السعادة والسيكينة التي يوفرها "الصندوق الواحد"، ولكن لأنهم قاموا ببناء السقالات الصحيحة: حوكمة قوية، وحوافز مشتركة، وعقلية تضع المحفظة الإجمالية في المقام الأول.

الرحلة مستمرة، والعمل لا ينتهي أبدًا. ولكن بالنسبة لأولئك الذين يرغبون في الالتزام، فإن المكافآت حقيقية.

وبالنسبة لمالكي الأصول الذين يسعون إلى استكشاف أو تعميق رحلة TPA الخاصة بهم، فأنت لست وحدك. فهناك أدوات وأطر عملية متاحة لتوجيه الطريق، بما في ذلك تلك المقدمة هنا من تجربتنا الخاصة في دعم العملاء خلال هذا الانتقال.

وفي هذا الصدد، نطلب منك أن تتحدى نفسك: ما هي خطواتك التالية في رحلة TPA؟ لأن التيار قوي. وبالنسبة لأولئك الذين يرغبون في السباحة عكس التيار، لا تزال الفصول الأكثر إثارة للاهتمام أمامهم.

بكلماتهم الخاصة: دروس من الخطوط الأمامية

النصيحة	اقتباس	السرد
كن واضحًا بشأن الهدف	نهج "TPA لا يناسب الجميع. يجب أن تحاول حقاً فهم المشكلة التي تحاول حلها."	يجب أن تركز خطة عمل TPA على بيان واضح للمشكلة. وسواء أكان الأمر يتعلق بتحسين تخصيص رأس المال، أو كسر الصوامع، أو المواءمة مع الأهداف طويلة الأجل، فيجب أن يكون الأساس المنطقي واضحاً ومشاركاً.
ابدأ بالعقلية	"تحتاج إلى تأسيس ثقافة وعقلية - ما أسميه "ما بين الأذنين". يمكن إدارة القضايا التقنية وحل أي مشكلة فيها، ولكن هذا التحول الثقافي هو التحدي الحقيقي."	قبل تغيير الأنظمة أو التفويضات، قم بتغيير الحوار. شجع الفرق على التفكير من حيث إجمالي نتائج المحفظة والمساءلة المشتركة.
انطلق ببطء، على مراحل	"لا يمكنك أن تأكل فيلاً في لقمة واحدة. اعمل في حدود ما تستطيع مؤسستك استيعابه."	TPA هي رحلة متعددة المراحل. كانت أكثر التحولات نجاحاً هي التحولات التدريجية والتكيفية والمستجيبة للقدرات التنظيمية. يستغرق تحقيق التوافق وقتاً طويلاً.
استخدم TPA كأداة تأطير	"افعل ما تحتاج إلى القيام به، واستخدم TPA كهالة للوصول إلى هناك."	واقترح العديد من الأشخاص الذين تمت مقابلتهم استخدام نهج TPA كنقطة تجمع، لتوضيح الأولويات، ودفع عجلة التغيير. ركز على حل مشكلة أو مشكلتين رئيسيتين، ودع البقية تتبعها.
معالجة الحوكمة في وقت مبكر	"من الأفضل أن يكون لديك فهم واضح تماماً للمساءلة والملكية قبل أن تفعل ذلك."	الحوكمة هي الأساس. فبدون تفويض واضح ومساءلة وثقة واضحة وقياس مصاحب سليم، لا يمكن أن يترسخ نهج TPA.

المصدر: مقابلات صندوق الأقران مع معهد التفكير المستقبلي و WTW وجمعية CAIA

الختام:

المضي قدماً بالحوار

ما أصبح واضحاً خلال هذا العمل هو أن TPA هي رحلة مستمرة وليست وجهة. ولم يسبق لأي مؤسسة أن "وصلت" حقاً لأن TPA ليست حالة نهائية ثابتة. حتى أولئك الأقرب إلى "الوصول" يجب أن يعززوا باستمرار الثقافة والعمليات التي أوصلتهم إلى هناك أو يخاطرون بالانزلاق إلى الرضا عن النفس. تواجه كل مؤسسة تشريع في رحلة نهج TPA احتكاكاً. إنه جزء طبيعي ومتوقع، بل وجزء أساسي من عملية التحول الهادف. نادراً ما يكون المسار خطياً. هناك انتكاسات وارتدادات ولحظات من الشك. ولكن هناك أيضاً النمو والمواءمة والمرونة.

وغالباً ما يقول أولئك الذين قطعوا شوطاً طويلاً في الرحلة نفس الشيء: العمل لا ينتهي أبداً. يجب عليك اختيار TPA مراراً وتكراراً كل يوم، في كيفية هيكلة الفرق، وتأطير القرارات، وقياس النجاح، والتواصل مع أصحاب المصلحة.

وهذا ما يجعل TPA قوياً وصعباً في الوقت نفسه. إنه يتطلب المزيد من الأفراد، ولكنه يعود بالمزيد على المحفظة.

قد لا تختفي جاذبية SAA بالكامل، وهذا أمر متوقع. وتستمر الهياكل والعادات والحوافز الموروثة في تشكيل التفكير، حتى مع تحرك المؤسسات نحو نهج TPA. ولكن يمكن للمؤسسات بوجود حوكمة قوية وثقافة تعاونية وإحساس واضح بالهدف أن تتصدى لأي انحراف عن الطريق وأن تبقى على المسار الصحيح. وعبر ذلك يمكنها تقديم محافظ أكثر اتساقاً ومرونة، وفاعلية في تحقيق الأهداف طويلة الأجل.

شكر وتقدير

مجموعة العمل والمؤلفون

آرون فيليك، محلل الاستثمار البديل المعتمد (CAIA)، محلل مالي معتمد (CFA)، مخطط مالي معتمد (CFP®)، شهادة قياس أداء الاستثمار المعتمد (CIPM)، محترف البيانات المالية (FDP) المدير الإداري، المحتوى واستراتيجية المجتمع جمعية CAIA

جين بوك، محلل الاستثمار البديل المعتمد (CAIA)، محلل مالي معتمد (CFA)

رئيس قسم الاستثمارات، آسيا، WTW
رئيس مجلس إدارة جمعية CAIA

روجر أوروين، زميل جمعية المهنيين في مجال الاستثمار في معهد التفكير المستقبلي، FSIP, FIA
مؤسس مشارك، معهد التفكير المستقبلي،
رئيس المحتوى الاستثماري، WTW

كلير سوير (Claire Sawyer)
المدير المساعد، البرامج التعليمية،
جمعية CAIA

لجنة التحرير

جون بومان، محلل مالي معتمد (CFA)
الرئيس التنفيذي لجمعية CAIA

ستيفن نوفاكوفيتش (Steve Novakovic)، محلل الاستثمار البديل المعتمد (CAIA)، محلل مالي معتمد (CFA)
المدير الإداري للبرامج التعليمية، جمعية CAIA

لورا ميرليني (Laura Merlini)، محلل الاستثمار البديل المعتمد (CAIA)، مدير صندوق الاستثمار المعتمد (CIFD)، عضو المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار (MCSI)
المدير الإداري لمنطقة أوروبا والشرق الأوسط وأفريقيا، جمعية CAIA

نيك بولارد (Nick Pollard)
المدير الإداري لمنطقة آسيا والمحيط الهادئ، جمعية CAIA

ديان ريجنييه (Dianne Regnier)
مدير تسويق المحتوى واستراتيجية العلامة التجارية

أصحاب الأصول الذين تمت مقابلتهم

ماركوس فرامبتون (Marcus Frampton)، محلل الاستثمار البديل المعتمد CAIA، محلل مالي معتمد CFA، مدير المخاطر المالية FRM
كبير مسؤولي الاستثمار، صندوق ألاسكا الدائم

جان مارك فان ميل (Jan Mark van Mill)
المدير الإداري للأصول المتعددة، APG

بيم لاوسبرغ (Pim Lausberg)
مدير أول للمحافظ الاستثمارية لتخصيص الأصول والتركيب، APG

ستيرلنغ غن (Sterling Gunn)
المدير الإداري للاستثمار لإدارة المحافظ الاستثمارية على مستوى الصناديق الاستثمارية، CalPERS

جيف روين
مدير إداري أول وخبير استراتيجي في الصندوق الواحد، CPPIB

بن ساميلد
الرئيس التنفيذي السابق للاستثمار، صندوق المستقبل

تشيام سوي تشيانغ، محلل مالي معتمد، CFA
الرئيس التنفيذي للاستثمار، GIC

تشارلز هايد
رئيس قسم تخصيص الأصول، نيوزيلندا سوبر

ألكسندر روي (Alexandre Roy)
نائب الرئيس الأول ورئيس إدارة المخاطر، استثمارات PSP

جون جريفز (John Greaves)
مدير الإدارة الائتمانية، Railpen

ستيوارت برنتال
كبير مسؤولي الاستثمار، شركة إدارة صناديق ولاية نيو ساوث ويلز (Treasury Corporation of New South Wales, Tcorp)

سيمون بيلتشر (Simon Pilcher)
الرئيس التنفيذي، صندوق تقاعد الجامعات (USS)

ميركو كاردينالي (Mirko Cardinale)
رئيس استراتيجية الاستثمار، صندوق تقاعد الجامعات (USS)

إدوين دينسون (Edwin Denson)
الرئيس التنفيذي للاستثمار، SWIB



جمعية CAIA هي شبكة عالمية من خبراء الاستثمار ذوي التفكير المستقبلي، تعيد تعريف مستقبل تخصيص رأس المال في عالم تتلاقى فيه البدائل التقليدية والبديلة. يجمعنا التزامنا بتحسين نتائج الاستثمار، فنحن نقود بسلطة ونقوم بالثقيف للإلهام، ونربط بين الأفراد الذين يحولون البصيرة إلى عمل. لمعرفة المزيد عن جمعية CAIA وكيف تصبح جزءًا من الشبكة المهنية الأكثر نشاطًا التي تشكل مستقبل الاستثمار، يرجى زيارتنا على <https://caia.org/>.

بالتعاون مع

Thinking Ahead Institute

معهد التفكير المستقبلي

An innovation network founded by WTW

شبكة عالمية للابتكار من WTW

معهد التفكير المستقبلي هو شبكة عالمية غير هادفة للربح لأبحاث الاستثمار والابتكار مكرسة لمساعدة المستثمرين على استشراف المستقبل. من خلال الجمع بين كبار مالكي الأصول ومدبري الأصول والشركاء الاستراتيجيين، يقود المعهد الابتكار من خلال البحوث التعاونية والحلول العملية. منذ تأسيسه في عام 2015، جمع المعهد أكثر من 100 منظمة من أجل التعاون في تصميم استراتيجيات استثمار ملائمة للغرض، وتحسين الفعالية التنظيمية، وتعزيز ثقة أصحاب المصلحة. تعرف على المزيد حول كيف يمكن لمعهد التفكير المستقبلي دعم مؤسستك على <https://www.thinkingaheadinstitute.org/>.