



【2018】第3期 总第85期

中国证券投资基金业协会

2018年3月12日

美国的养老金合格默认投资选择 QDIA 介绍

【编者按】美国在上世纪70年代推出401(k)制度以来，由于个人面对过多的产品不会选择而将养老金闲置或者选择了不适当的养老金融产品，影响了401(k)养老金的发展。为此，美国劳工部在2006年出台的《养老金保护法案》中推出了养老金合格默认投资选择(Qualified Default Investment Alternative, QDIA)，雇主可以免责将雇员的养老金投向这些产品。QDIA帮助投资者克服人性惰性，引导将养老资金投资于适合的、长期的退休储蓄产品，促进了养老金规模的持续增长。本文研究了QDIA的规定《Final rule of QDIA》，介绍QDIA的含义、对投资管理人的要求以及QDIA所含的产品种类，并介绍了法规制定过程中美国劳工部的意见。

一、 QDIA 基本情况

（一） QDIA 简介

根据法律规定，QDIA 是一种投资选择，当参与人或受益人有机会对其养老计划账户中的资金做出投资决定，却因某些原因未能做出时，他所加入的养老计划中的受托人代表他选择的投资替代方案即为 QDIA。美国养老金发展经历了从确定待遇型（DB）计划向确定缴费型（DC）计划、个人自主参与的养老金计划（IRA）的转变。在 DB 模式下，雇主为雇员投资养老金，并在雇员退休后支付固定待遇。随着发展增速放缓和老龄人口增加，这种保障待遇的模式难以为继，转向以个人自主投资的 DC 计划和 IRA 计划。个人根据所处年龄阶段、风险收益偏好选择投资产品，可以更好地实现养老金资产的长期增值。然而，由于个人缺乏金融知识，对各类金融产品“望而生畏”，将养老金闲置，或者选择了错误的养老金融产品（如年轻时过于保守、年老时过于激进），个人养老金投资效果不佳。在此背景下，美国劳工部推出 QDIA，鼓励员工将养老计划中的资产投资于适合的、长期的退休储蓄产品。

（二） 受托人应为养老金计划提供 QDIA

配合 QDIA 的推出，美国法律规定养老金计划的受托人应该在计划中指定一个默认基金。依据《雇员退休收入保障法》（ERISA）规定，受托人在代表参与人或者受益人做出投资行为时，必须尽到**顾**（care，密切关注），**灵**（skill，操作灵活），**慎**（prudence，谨慎小心），**勤**（diligence，勤于本职）四项义务。计划发起人（Plan Sponsor）有权利在投资方案中指定一个默认基金作为默认投资替代，受托人需要审核这个方案符合法规要求，即是否可以作为“合格”默认投资替代，

这样受托人不用对因投资 QDIA 造成的损失负责(受托人免责)。

(三) QDIA 投资管理人的要求

依照 ERISA 规定, QDIA 的管理人必须要满足 2 个条件(ERISA section 3 (38) 条款规定): 首先是受托人; 其次是必须要按照《1940 年投资顾问法》进行注册或者按各州投资顾问法不同的要求进行注册。目前, QDIA 的投资管理人可以是银行、保险公司、信托公司、承担受托人职责的计划发起人(但应符合 ERISA section 402(a) (2) 条款)。

虽然雇主可以免责将参与人的养老金投向 QDIA, 但投管人在使用 QDIA 的资产进行投资时, 需按法规规定提前通知参与人, 要求如下:

第一、至少在 QDIA 方案生效日, 或进行第一笔投资发生日前 30 天通知参与人;

第二、每个计划年度(plan year) 赋予参与人是否继续保持原有 QDIA 的投资选择的机会, 在新的 QDIA 计划年度方案生效前, 在合理日期内, 至少 30 天通知。

美国劳工部把提前通知的时间定为 30 天是为了更好配合 1986 年“国内税收法规(Internal Revenue Code)”中管理“获准提款(Permissible Withdrawal)”的规定。如果参与人在选择一种 QDIA 后不能免税提款, 那么他们应当尽量在第一时间得到消息, 使其有充足的时间退出计划。

(四) QDIA 的豁免条款

90 天限制: 从向 QDIA 注资当日算起, 参与人或受益人在 90 天之内可自由转账或者撤资, 不会受到任何强加的限制, 也不会产生惩罚性费用或其他支出(投资操作本身而产生的费

用不算在内，如 12b-1 费）。90 天之后不再有效。90 天的期限规定是参考了“国内税收法规(internal Revenue Code)”，其中规定参与人可以在 90 天之内，计划允许的情况下把资金取出，并且不用缴纳 10%的附加税（72(t) Code 规定）。

（五） QDIA 的投资限制

除了法规中规定的豁免情况，雇主发行的有价证券不允许出现在 QDIA 中。美国劳工部不认为 QDIA 中包含雇主发行的有价证券是值得鼓励的，但同时觉得完全禁止是不必要的且是复杂的。因此，美国劳工部规定了以下几个豁免情况：

1、符合《1940 年投资公司法》已注册的投资公司所持有的雇主有价证券

虽然计划发起人没有自主选择权把雇主有价证券纳入 QDIA 中，但是计划发起人可以间接通过制定投资方案来行使自主选择权，从而使得投管人按照其制定的投资方案将雇主有价证券纳入 QDIA 中。

2、雇主以对等缴费的方式配给员工的雇主有价证券，或者经参与人或受益人授权在投资管理服务对 QDIA 方案拥有自主选择权之前持有的雇主有价证券

美国劳工部强调符合法规的雇主有价证券只能组成 QDIA 的一部分，而不是全部。

二、 QDIA 所包含的产品

QDIA 的角色与职能可由符合《1940 年投资公司法》的已注册投资公司承担，也可由符合以下定义的投资产品或投资基金承担：

1、一类投资基金或投资产品¹，应用被广泛接受的投资理念，风险分散程度足以将大量资产损失概率降到最低，根据参与人的年龄、预计退休日期和预期寿命来调整投资组合的资产配置比例。随着所设定目标日期的临近，逐步降低资产的风险，追求在和参与人或受益人在生命不同阶段的风险承受能力相适应的前提下实现资产的最大增值。

示例产品：目标日期基金或生命周期基金

关键字：时间

2、一类投资基金或投资产品，应用被广泛接受的投资理念，风险分散程度足以将大量资产损失概率降到最低，通过混合持有权益类和固定收益类资产，使得参与人在不同年龄段所面对的目标风险级别均在合理范围内，以实现长期资产保值或增值。

示例产品：平衡基金 (balanced fund)

关键字：风险

美国劳工部要求受托人在确定目标风险级别时，必须考虑年龄的因素，其他因素可由受托人自行决定。

3、一种受托人直接管理的投资管理服务（定制账户，类似专户），应用了 a) 和 b) 的投资策略。

示例产品：Professionally managed account

关键字：受托人直接管理

只有当投资管理服务对参与人或受益人的账户拥有自主选择权的时候，这个投资管理服务才有资格成为 QDIA 的一部分。

¹ 一类投资基金或投资产品可以是“独立”形式的，也可以是 FOF 形式的。美国劳工部认为，如果是 FOF 形式的，那么货币市场，或者其他类似保本产品等均可成为组成部分

4、一类投资基金或投资产品，回报率合理（不论其是否有担保）及一定的流动性。这类基金或投资产品必须以保证资产的货币计量价值为目的，受政府良好的监管，并且纳入参与者 QDIA 方案的时间不得超过 120 天。

示例产品：money market fund，稳定价值型产品²

关键字：120 天期限

美国劳工部认为，在员工最可能选择退出方案时（第一笔缴款发生日起 120 天内），应当提供计划发起人一个机会来将近于零风险的投资选择纳入其 QDIA 之中。

5、一类投资基金或者投资产品，设计目的旨在保证本金不亏损的情况下，收益大致与“中间投资级债券”一致。同时具有流动性方便提款或转入其他投资选择。这类投资基金或者投资产品需符合以下要求：

（1）参与人或受益人在提款时不得被强制收取解约费用或者因提款行为而产生的其他费用

（2）必须由受到州、联邦政府良好监管的金融机构对此类投资基金或者投资产品的本金与收益作担保

（3）这类投资基金或者投资产品被纳入 QDIA 的时间不得晚于 2007 年 12 月 24 日。

美国劳工部认为设计这样的“祖父免责式”条款适应了当时的需求，使得计划发起人还没有法规可参照时已纳入 QDIA 的稳健型产品得以保留。

6、一类投资基金产品或者投资组合模型，只要符合本法规要求，就被允许以可变年金形式或相似合约的形式，以及以

² 稳定价值型产品需要符合以下 3 个条件：1) 要以保本为目的；2) 回报率合理；3) 要有一定的流动性

集合信托基金形式为参与人或受益人提供与 a) 目标日期基金，b) 平衡基金两类投资策略和投资目标一致的产品。

至于此类投资基金或者投资组合模型是否提供年金购买权，投资保障，死亡收益保障或者其他附属权益等不影响其加入 QDIA。

美国劳工部认为应当鼓励在退休基金产品中的创新与灵活性。

三、 稳定价值型产品和货币市场基金未被永久纳入的原因

美国劳工部拒绝在 QDIA 中永久性加入稳定价值型产品和货币市场基金（期限在 120 天以上）的原因如下：

1、美国劳工部认为，从短期来看，稳定价值型产品或货币基金确实有资格被纳入 QDIA，但是从长期来看，由于投资风格保守，所能够产生的回报并不如其他风格相对积极投资的基金。

2、美国劳工部认为，如果法规允许将其纳入，很多雇主在为参与人制定 QDIA 方案时，会因为其保本的属性，风险相对较低，而偏重选择这类产品作为 QDIA 产品，但由于风险和收益相匹配原则，到参与人退休时却得不到足够的退休收入，长期反而会阻碍其被纳入 QDIA 方案。

3、美国劳工部认为，如果不加限制地允许此类产品加入 QDIA，参与人或受益人会认为政府和雇主既然制定法规允许 QDIA 纳入此类产品，那么一定对此类产品长期收益做了担保。长期看来，这种想法所造成的负面影响将会是巨大的。

四、 QDIA 的作用

此法规的发布主要是基于美国养老市场发展一段时间之后的经验和教训的总结。实践证明，“合格默认投资替代”的制度安排，克服人了了的“惰性”以及“选择困难”，大幅提高了养老金计划的参与率。

对计划发起人而言，QDIA 的设置可以减少其对参与人或受益人投资能力不足而做出决策时的担忧，长期来看也可以增加养老金计划的收益能力，帮助提高参与人退休后的生活水平。对于参与人或受益人来说，若不做出选择，可以自动加入养老计划，减少了因缺乏专业投资能力而进行产品选择的困扰，另外也帮助其积累了退休储蓄。

（协会理财及服务机构部实习生许林丰撰文，黄钊蓬编排整理）