

The Experiences of AFP in Chile

专业性养老金管理公司的运作经验： 以智利AFP行业为例

■ 房连泉

专业性养老金管理公司是指专门从事养老金业务管理与基金投资运营的公司，不同于银行、保险公司、共同基金以及信托公司等金融机构，其专营养老金业务，向客户提供一站式、全过程的养老金管理服务。20世纪80年代，专业性养老金管理公司率先在拉丁美洲十几个国家成立，随之在全球化养老基金投资浪潮中，占有越来越重要的市场地位。智利是这种模式的创始国，最具有典型性。

1980年11月，在军政府的强力推动下，智利通过3500号法令，废除原公共管理的现收现付制，引入了积累制个人账户养老金计划，其基本特征为：（1）为每个雇员建立养老金个人账户，缴费为雇员缴费工资的10%，全部存入账户；（2）成立单一经营目标的养老金管理公司（Pension Fund Administrators，简称 AFPs），由其负责缴费的收集，账户的管理以及基金的投资运作；（3）雇员自由选择AFP，退休时养老金给付由账户积累资产转化为年金或按计划领取；（4）成立养老基金监管局，负责对AFP的监管，并且由政府提供最低养老金保障。

在新制度下，AFP负责个人账户的管理及养老基金的投资运营，是养老金制度运营的核心载体，随之带来的体制变革被称为“三个字”（AFP）的革命。

AFP的组建

成立要求

AFPs由养老金监管局批准建立，按照3500号法令规定：AFP是以管理养老基金并提供退休金为唯一目标的私营机构。在性质上AFP属于公共有限责任公司，因此，它还要符合智利18046号公司法的相关要求。在组建一家AFP时，发起人首先要向监管当局提交一份可行性研究报告，包括如下内容：第一，业务活动的内容和目标；第二，公司发起人身份及出资证明；第三，业务活动战略分析；第四，项目经济评估；第五，业务活动

计划。报告提交后，监管局将根据法律相关要求，对可行性研究报告进行评估，从而做出批准或拒绝的决定。如果申请获得通过，还要对公司进行验资鉴定。

经营活动需满足的条件

最低资本金。AFP公司的最低注册资本金为5000UF（UNIDADDEFOMENTO，UF。20世纪60年代，智利政府为了追踪通货膨胀率，创立的名为“发展单位”的准货币，如果通胀率快速升高，价值更高的UF就能够替代智利比索，UF持有者则能够维持购买力。根据1967年智利财政部出台的规定，UF作为银行提供贷款的可调节单位，智利央行会根据消费者价格指数变化情况定期对UF进行调整），随着公司管理的养老金计划成员数量的增加而增长。当计划成员达到5000人时，净资本金最低为1万UF；达到7500人时，资本金最低为1.5万UF；1万人以上时，资本金要求为2万UF。如果AFP不能满足最低资本金要求，它有6个月的期限进行补足。达不到上述规定，AFP的营业执照就会被吊销，并进入破产清理。

资产分离。法律规定AFP管理的养老基金资产要独立于公司自身的净资产，账户养老金资产由托管银行保管。这样做的目的是出于安全性的考虑，即使在AFPs破产的情况下，也不会影响到账户资产的安全性。

最低投资回报率和强制储备金。政府对AFP的投资回报率有强制性的规定要求：即每家AFP每个月都要保障其管理的养老基金在过去36个月（2002年以前为12个月）的实际投资回报达到一定的最低标准。为应对养老金投资波动可能造成无法满足最低回报率要求情况的出现，法律要求每家AFP都要建立储备金制度，即公司从自有资金中划出总量为其管理养老基金净值1%的资金作为储备金，并将储备金与其管理的养老基金一起进行投资。

此外，管理当局还对养老基金的最高投资回报率制定了上限政策，即最高投资回报率超出AFP行业平均回报率的部分不能超过2个百分点或行业平均值的50%以上。超出的部分要作为一项养老基金的“利润储备金”储存起来。在AFP的投资回报率下降

时，储备金可以用于弥补实际投资回报率与最低投资回报率标准之间的差额。

AFP的解散

在下列情况下AFP会被强制解散：第一，法定期限内达不到最低资本金要求；第二，法定期限内强制储备金无法达到应有水平；第三，出现无法兑现养老基金投资回报达到最低回报率要求的情况；第四，6个月之内，出现两次以上不遵守养老基金安全保管承诺的情况。

在AFP破产的情况下，由SAFP负责公司资产的清算。但这并不会影响到该公司管理的养老基金，个人的账户资金会转移到其重新选择的养老基金管理公司中去。如果个人在法定期限内没有选择替代的AFP，SAFP会将其账户转移给一家住址或办公地点在这个参保成员工作所处城镇范围之内内的公司。如果该范围内有两家这样的公司，则选择一家回报率相对高的公司；如果该范围内一家这样的公司也没有，监管部门则按照区的范围来划定这样的公司。

AFP的主要业务范围

管理养老金个人账户

AFP负责个人账户资金（包括缴费、自愿储蓄以及补偿储蓄）的收缴和记录工作。收缴方式主要有两种，第一种方式是通过纸质文件和现金支付手段，AFP可以在自己的办公地点或分支机构收集资金，也可以和银行、家庭津贴赔偿基金（Cajas de Compensación de Asignación Familiar, CCAFs）或其他SAFP许可的机构签订合同，由这些机构收集缴费；第二种方式是通过互联网收缴，在这种方式下，雇主或雇自雇者向网站同时发送两个电子指令，一个是支付通知，它会立即传送到AFP；另一个是向银行发送的资金支付指令，发出后雇员个人账户就会立即产生一笔对银行的负债。这套系统由一个AFP下属的称作PreviRed的公司来完成，PreviRed是一个互联网传输服务公司，它负责缴费的转移过程。

进行养老基金投资

AFP负责对成员的账户基金进行投资，基金投资的金融工具要在中央银行和养老金管理局的限定范围之内，并且在投资安全性、最低收益保障、风险评级、关联公司等诸多方面要符合SAFP的相应要求。在一定的监管政策框架下，AFP公司制定养老金的投资策略，由投资经理根据金融市场状况，选择养老金的投资产品和数量组合。在2000年以前，AFP只能为参保成员设立一支投资基金，这意味着雇员选择了AFP后，也就选择了相应的投资组合。2000年法律允许AFP可以设立两支投资基

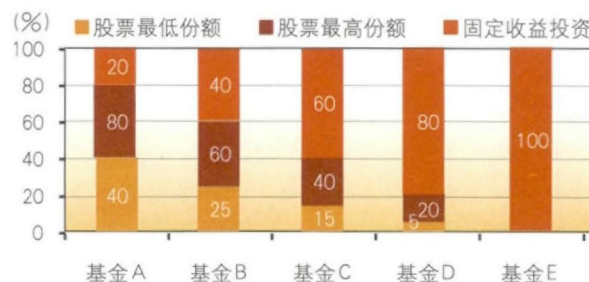
金，其中第二支基金为固定收益类基金，它是为临近退休期的雇员设计的（距离退休年10年）。2002年开始实施投资多种基金（Multifunds）制度，每家AFP要为参保者提供A、B、C、D、E五支投资基金，雇员根据个人风险偏好进行选择。五支基金具有不同的风险回报组合，其主要区别在于股票投资所占份额。法律限定了每支基金投资股票的上限和下限，图1说明了对每支基金的投资组合限定政策：在股票投资份额上，基金A为40%~80%；基金B为25%~60%；基金C为15%~40%；基金D为5%~20%；而基金E则不能投资股票。就国外证券投资而言，政策只对每家AFP五支基金国外证券投资的总份额做出限定，而不具体规定每支基金境外投资的限额，因此，在每支基金投资国外证券资产方面，基金经理有较大的自主决策权利。

确认和管理养老金给付

在养老金参保成员满足领取退休金的条件后，AFP需要对参保成员的养老金给付进行确认。为此，AFP要和保险公司签订合同，为雇员提供退休年金以及伤残和遗属年金，并且还要确认并兑现存入参保成员个人账户的认购债券资金。

提供信息披露服务

新的个人资本化账户养老金计划赋予雇员自由选择的权利，包括自主选择AFP、投资基金以及养老金领取方式等方面的权利，但雇员的这些选择决策需要建立在掌握足够的信息基础之上。因此，监管法规对AFP的信息披露行为提出了相应的要求：首先，AFP的广告宣传要符合SP的监管条例。养老金计划的管理运营是相当复杂的，为了防止对公众的误导，AFP的宣传信息要真实可靠，并且要对组织结构与经营行为做出恰当的解释。其次，AFP要对所有参保成员提供的信息包括：每4个月一次的账户总结报告，定期的基金投资回报率信息，个人账户的积累水平以及个性化养老金预测信息（Personalized Pension Projection，简称PPP），信息宣传册以及AFP的网页服务信息等。



资料来源：SP网站，http://www.safp.cl/sist_previsional/index.html

图1 五支基金的投资组合限制（占基金资产比例）

境外业务活动

按照法律许可, AFPs还可以在外国进行一些与社会保障事务相关的顾问或投资业务活动, 这些属于AFPs的辅助业务。

AFP公司的佣金结构

AFP的经营利润来源于对其管理的养老金计划成员收取的佣金, 视不同情况, 佣金的征收对象为工资收入, 账户余额以及账户转移资产等方面。依照法律规定的佣金结构, 每家AFP可以自行设立各自的佣金收费水平, 但对同一家公司内的全部参保成员, 征收标准是统一的。

具体的佣金收费政策为: 第一, 在相同的监管框架内, AFP自主制定佣金收费水平, 第二, 针对同一类型的参保成员(按正式雇员, 自雇人员以及享不享受伤残和遗属保险金的雇员进行分类), 佣金收费政策标准是相同的, 同一家AFP对各个投资基金的收费标准也是相同的。表1说明了管理费用的基准和收取方式。

AFP行业的发展趋势

市场集中发展趋势

在20世纪80年代, 智利养老基金市场上AFP公司的数量变化不大, 保持在12至14家之间。1992年和1993年上升到22家, 90年代中期许多家公司进行了合并, 数量下降到13家, 到1999年末进一步降到8家。至2014年, 目前市场仅有6家公司, 分别为Capital、Cuprum、Habitat、Modelo、Planvital和Provida(见表2)。这6家公司大部分由5家为1981年开始建立起来的老牌养老金管理公司, 其中Provida, Habitat和Capital三家公司占据了市场份额的70%以上, Modelo公司为2010年新进入的公司, 市场份额较小。这些公司大部分为国内外金融、保险、银行等大财团控股, 具有雄厚的资金实力背景, 管理养老基金行业具有较高的利润率。

该行业进入主要取决于两个因素: 一是监管政策, 二是市场竞争和盈利状况。1983年管理当局将基金公司的现金储备金比例要求降到5%, 80年代中期以前, 基金公司保持了一定的盈利水平, 因此, 进入基金管理行业的公司数量开始上升。到90年代初, 养老基金行业达到相当高的盈利水平, 同时监管政策也有所放松, 因此大量公司开始进入市场。到90年代中期, 许多公司的经营业绩下降, 导致1997至1999年期间10多家公司进入破产合并。2000年以来, AFP行业的管理公司数量稳中下降, 市场保留下来的公司大部分为竞争生存下来的大公司。2013年智利前总统巴切莱特提议在AFP行业中引入国有养老基金管理公司, 以引导市场竞争, 降低AFP行业的收费价格, 在国内引进很大争论, 但

表1 AFP的管理佣金结构

费用项目	养老金计划的缴费成员		领取养老金成员
	账户存款	账户资金转向另一家AFP	临时支取或按计划领取养老金
费用结构	按缴税工资一定比例收取佣金	固定费用或按账户余额一定百分比收费	按一定比例收费

资料来源: Superintendency of Pension; The Chilean Pension System 2010, 2010, p68

表2 2014年(9月)六家AFP公司基本情况

公司创建年份	AFP公司的上级控股集团	管理参保成员市场份额(%)	管理基金市场份额(%)	管理养老基金利润率(%)
Capital	1981 哥伦比亚 GrupoSura集团	18.71	20.83	9.29
Cuprum	1981 美国Principal金融集团	6.55	21.03	36.85
Habitat	1981 智利建筑商会 (CCHC)	21.44	25.96	24.36
Modelo	2010 智利 Sonda公司	15.20	1.56	108.24
Planvital	1981 瑞士BSI金融集团	4.06	2.71	14.44
Provida	1981 西班牙BBVA银行	34.04	27.91	29.70
合计		100.00	100	21.76

资料来源: SP网站, <http://www.safp.cl>



注: Herfindahl指数为 $\sum Si^2$, 其中 Si 为每家AFP公司平均占据的养老基金市场份额; 指数最高为100, 代表1家公司完全垄断, 目前AFP公司数量为6家, 则 Si 为 $100/6=16.67$; Dominance指数为 $\sum (Qi^2/H)^2$, H 为Herfindahl指数, Qi 为每家公司管理的基金市场份额。Dominance指数区别于Herfindahl指数, 在小公司加入时指数值不会上升, 在大公司加入时, 指数值上升。

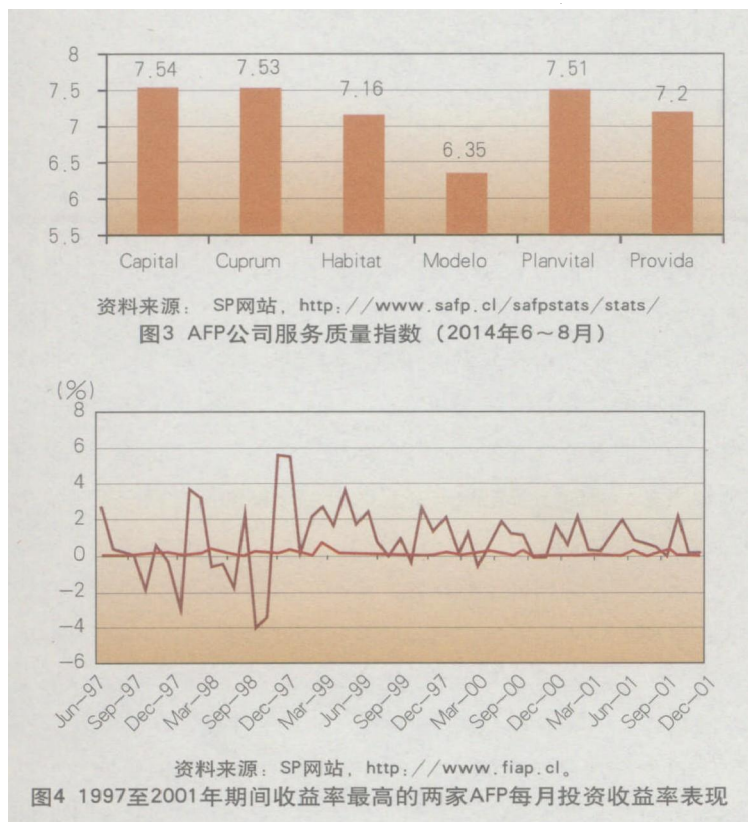
资料来源: Superintendency of Pension; The Chilean Pension System 2010, p108

图2 AFP行业市场集聚发展趋势

目前还未有实质性进展。从图2中可以看出, AFP行业的市场集中度不断提高。

AFP服务质量指数

为加强对AFP公司服务质量的监督, 自2006年开始, 智利养老基金监管局发布一份“AFP服务质量指数”(AFP Service Quality Index, 称为ICSA)报告, 对每家AFP公司的服务质量进行打分, 从而作出比较。该报告测量指标包括40多项, 主要反映公司养老金管理过程、与客户关系以及账户管理方面的服务质量。在与客户关系方面, 考察内容包括AFP对参保成员咨询和公



且这三个领跑者之间也相互效仿;四是在基金公司进行大的股票交易时,这种“羊群效应”尤其明显。2002年养老金85%的股票投资份额仅集中在资本市场上30只股票当中。从图4可以看出:1997至2001年期间,市场上收益率最高的两家公司每个月表现出的投资收益率基本相同,波动趋势也高度一致;而收益率最差的几家公司与收益最高的公司之间表现出的收益率水平也没有太大的差距,保持在1%的范围之内,差幅变化基本上呈现一条水平直线,这说明各家基金公司取得的市场回报是基本相同的。

关于AFP行业的争论

自1981年改革以来,智利的AFP养老金管理行业已经历了35年的发展历程。到2014年末,智利养老基金资产已积累到1654亿美元,占GDP的65%。以养老基金占GDP的比重指标来衡量,2013年智利在OECD国家中名列第9位,这35年期间,智利养老基金累计每年平均的投资回报率为8.5%,远高于在此期间社会平均工资增长率,也高于制度改革初期的基本预测目标(4%的最低要求)。可以说,AFP行业取得的投资成效是非常显著的,对促进宏观经济增长、国内储蓄和资本市场发展都起到了巨大作用。

但AFP行业作为私营金融机构参与国家养老金计划管理,也面临着诸多争议,甚至是批评的声音,主要表现在:一是管理成本水平较高。至2014年,AFP公司对参保人收取的平均佣金水平为工资的1.4%,占养老金缴费总额的1/8。按这种费用水平测算,参保人退休时(参保35年)约有1/5的资产积累被AFP的佣金“吞掉”;二是参保覆盖面较低,仅有60%的就业人口向AFP管理的养老金计划缴费,许多低收入者排除在养老金体系之外。并且,从实际结果看,大多数参保人缴费水平不高,导致账户积累不足,养老金替代率下降。三是监管过于严格,导致投资效率损失。历史上,智利监管部门对私营养老基金投资采取了非常严格的数量限制措施,这在很大程度上保障了基金的安全,但也限制AFP行业的投资渠道和范围,由此导致参保人“潜在”回报损失。四是AFP行业竞争不充分。如上所述,智利养老基金管理行业存在着明显的市场集中现象,目前三家大公司垄断了70%以上的客户,由于参保客户的固定性、缴费长期性等特点,这些公司利润丰厚并且“旱涝保收”,它们大都由国内外大财团控制,也自然成为遭受各方批评的众矢之的。●

(作者单位:中国社科院拉美所)

众需求的反馈效率和效果,主要变量包括AFP每个月账单的寄送情况,AFP服务人员的态度,以及其网站的有效性等;在账户管理方面,主要考核指标包括记入个人账户的平均时长,处理未纳缴费声明的效率,养老基金投资的风险度量分析,交纳养老金监管局罚款的情况等;在养老金处理方面,主要考核内容为AFP公司在为参保成员或退休人员提供养老金待遇时的操作效率,主要指标包括处理养老金领取申请的时长,延迟个案处理的次数,发生的差错率以及评估残障年金的过程等等。

ICSA报告于每个季度末公布,测度期间为1年。参保成员可在养老金监管局网站查看每家公司的总得分以及每项得分情况。报告最高分为10分,最低为零分。图3说明了2014年第三季度6家AFP公司的服务质量评估情况,可以看出这些公司的得分较为接近,大部分为7分以上。

投资表现的“羊群效应”

所谓“羊群效应”(Herding Effect)指的是AFP公司在养老基金投资过程中投资策略和资产组合配置方面的相互模仿或从众投资行为。这种效应在智利养老基金投资中是非常明显的:一是就投资回报而言,各家基金公司的表现出的回报率变化和市场平均回报(时价)之间的关联性为99%;二是在投资策略上,各个投资基金倾向于复制市场上平均权重的一种“自然”指数化投资组合;三是各家基金公司在股票投资选择上有很大的类似性,大部分基金是在模仿市场上最大的三家基金管理公司的投资策略,并

责任编辑:王科
Wangke.alex@163.com