

题：美国指数年金监管权力的归属之争：问题与启示

作者：巴曙松

作者单位：国务院发展研究中心金融研究所

2008年12月17日，美国证监会（SEC）以4：1通过了151A条款。该条款的核心是对指数年金产品究竟是保险合同还是证券产品的认定设立了两个标准。一是产品的给付额度部分或全部与某一证券、一类证券或证券指数相联系。二是给付额度可能低于承诺额度。这意味着如果没有变化，按照上述标准，从2011年1月12日起，指数年金产品将被作为证券类产品接受SEC的监管。

151A条款的出台是对美国1933年证券法的重大变更，也是对SEC监管权限的重大调整。1933年证券法第3(a)(8)节豁免了某些年金产品的监管，指出“由保险、银行监管机构或其他类似机构监管的公司销售的任一保单、捐赠基金或年金合同以及期权年金合同”不受证券监管机构的监管。此前，SEC曾公布了151条款，从营销手段、投资保证等多种因素判定产品的特性，特别适用于保险公司的有保证的年金产品，并未将指数年金视为证券类产品。因此，151A条款在提议之初就收到了各方面的广泛关注和批评。在其宣布通过后，更有很多保险公司表示将通过法律手段阻止该条款的实施。

### 销售不当和高佣金导致指数年金产品监管权力发生变数

指数年金产品发端于20世纪90年代中期，之后发展十分迅速。该产品的特点是，保险公司向消费者给付的额度一定程度上依赖于股票指数或债券指数的表现。一般来说，指数年金提供一个最低的保证额度作为购买者的身故给付金额，通常是购买金额的一个比例，同时再加上一个固定利率。指数年金刚推出的前几年，最低限额的比例一般是90%，利率是3%。近年来，由于保险法规的变更，保证额度有所降低。目前，指数年金的最低保证额一般不低于87.5%，固定利率在1%—3%之间。1998年，指数年金的销售额为40亿美元，2005年达到272亿美元，2006年和2007年分别达到248亿和254亿美元。到2007年，指数年金资产达到1230亿美元，有58家保险公司销售322款该类产品。

近期全球金融市场的动荡进一步凸显了指数年金产品的价值。由于保险公司必须保持一定的偿付能力充足率，保险公司的投资一般较为稳健，因此，年金遭受的损失远远小于华尔街损失。一方面，指数年金产品的跌幅远小于市场波动，对投资者而言就是一种保障。另一方面，该类产品的持有人也都认识到短期的市场波动不会影响到长期退休账户的投资价值。这也是舆论普遍认为SEC将指数年金纳入监管的时机并不恰当的原因。

但与此同时，近年来，指数年金产品的快速发展也引发了一系列问题，主要体现在销售不当和手续费较高。指数年金在美国的一些州引发了诉讼和监管行动。加上指数年金产品发展迅猛，产品创新层出不穷，使得其销售不当的问题被放大，引起了监管部门的关注。事实上，近年来，美国保险监督官协会（NAIC）不断强化对指数年金产品的信息披露和销售对象监管，指数年金存在的销售误导问题已经有了很大的改观。NAIC成立了专门的小组进一步修订关于指数年金产品适用性的规范，爱荷华州保险监督部门推进了关于年金产品信息披露的试点，许多保险公司和代理机构也在积极推动投资者教育。即便是由SEC监管的一些金融产品也难以完全避免销售误导行为的存在。

### 151A条款可能引发美国寿险行业的重大变革



从各方面的反应来看，151A 条款存在的法律瑕疵在于：一是根据 1933 年的证券法，年金产品是不受 SEC 监管的，SEC 对年金产品的监管超出了其监管权限。二是已有的 151 条款也进一步表明一些金融产品不应受到证券监管机构的监管。三是联邦法院已经将指数年金产品认定为非证券类金融产品。美国联邦最高法院在 VALIC 和 United Benefit 案件中两次确认了 1933 年证券法 3(a)(8) 条款中对指数年金的认定。此外，由于与证券指数挂钩，年金产品持有人得到的回报可能高于保险公司保证的额度，151A 条款将这种向上的可能性称之为“投资风险”。实际上，对消费者而言，真正的投资风险在于向下的风险，即遭受损失的风险，而这是金融产品是否应纳入 1933 年证券法 3(a)(8) 条款的重要标准。而且，很多州的保险立法都已经将指数年金纳入了监管。因此，无论是从 SEC 一贯对指数年金的认定来看，还是从年金产品的风险特征来看，SEC 将指数年金作为证券类产品监管的理由都不充分。

151A 条款如果实行，对保险行业的影响在于：一方面，保险机构的成本将显著上升。如果推行 151A 条款，没有证券资质的保险代理机构将不得销售指数年金、固定投资和股指期货结合的投资产品。为获取证券资质，保险机构的成本将明显上升，对小型保险机构可能产生更为负面的影响，一些公司可能将不得不退出年金领域。因此，这可能将使美国寿险行业面临重新洗牌。据美国固定年金协会（NAFA）估计，美国近 20 万家寿险产品保险代理机构中约有 8—9 万家代理指数年金产品，若要获取证券资格，总成本将超过 1.4 亿美元，指数年金的销售收入将从每年的 300 亿下降到 100 亿，佣金收入损失 3 亿美元。另一方面，从长期来看，推行 151A 条款并不利于真正保护投资者利益。在由保险监管机构监管的情况下，如果出现销售行为不当，州保险监管部门可以直接向保险公司施压，敦促其向被保险人提供补偿。如由 SEC 监管，消费者可能将失去指数年金产品提供的最低本金保证，一些无法解决的消费者投诉必须由法官或仲裁机构决定，这意味着消费者要付出更高的投诉成本。

### 监管权力归属背后：联邦监管和州监管权力之争

从表面来看，对指数年金监管权的认定，似乎是证券监管机构与保险监管机构的权力之争，但其背后反映的实质是，加强金融监管与放松金融监管、联邦金融监管与州金融监管的权力之争，反映的以《现代化金融监管体制蓝图》为代表的美国金融监管理念的重大变革。

2008 年出台的《现代化金融监管体制蓝图》将推动美国自上世纪 20 年代末 30 年代初经济“大萧条”以来最重大的金融监管体制改革。其中，一个重要内容就是将所有金融参与者和金融产品纳入监管范围，改变现行监管体制权力分散和机构重叠的缺陷。因此，151A 的出台以及强化对指数年金的监管是以美国加强金融监管的大趋势为背景的。同时，与其说 SEC 监管指数年金是与保险监管机构在监管权限上的重新划分，不如说是联邦与州政府对金融监管权的重新安排。美国保险监管体系独特之处在于由州政府而非联邦政府主要负责，缺乏统一框架的机构监管，这也是美国保险监管体系备受诟病之处。因此，代表联邦政府的 SEC 将指数年金纳入联邦统一监管实质上是在强化联邦政府在保险领域的监管权力。

### 监管权力之争的内在逻辑及启示

尽管美国 151A 条款的出台有不少法律瑕疵和特定的背景，并且未来能否实行还存在变数，但并不妨碍我们梳理其出台的内在逻辑以及其中的合理因素。

一是应当从更广的意义上理解保险的保障功能。

在认定指数年金究竟是保险合同还是证券产品时，争论的一个核心问题是，指数年金究竟是否能够提供稳健安全的投资收益，投资风险是否更多的是由保险公司来承担，如果所谓的投资风险更多的是消费者承担，则应将其归为证券产品。因此，作为保险产品，其保障功能不止体现为对被保险人的救助和补偿方



面，如果在投资方面能够确保投保人的资产安全本身就是一种保障。在这次金融海啸中，年金产品较好的保值性没有引发大规模的赎回，对稳定美国整个金融体系具有积极意义。这启示我们，要从更广的意义上判定和引导保险产品的保障功能，投资保障同样是保险保障功能的体现，发展一些具有最低本金保障的投资保险产品也是在发挥保险的保障功能。

二是应当强化对投资型产品信息披露和佣金收入的监管。

与共同基金相比，指数年金产品的信息披露不足，佣金收入较高。这是指数年金官司和负面报道不断的重要原因。近年来，美国的共同基金申购赎回费用和管理费用不断降低，并出现了不少零费用的基金产品。由于有统一的规范，共同基金的信息披露和投资者教育都较为完善。而指数年金则由于产品涉及较为复杂，在这些方面滞后于共同基金，并且手续费较高，一定程度上侵害了投资者的利益，最终被 SEC 纳入监管。

三是应当以消费者利益保护作为监管权限划分的重要标准。

《现代化金融监管体制蓝图》中未来改革的一个重要内容就是重视消费者利益，同时推动目的导向的监管理念，不以保险、银行、证券作为监管权限划分的标准。

**评论**[吉昱华（保监会政策研究室）]

观察美国指数年金监管权力归属之争，我们有四点启示。第一，监管与创新是金融发展史上的一对永恒矛盾。创新不断绕开现有监管，而监管又在适应和调整中将一部分创新纳入监管的范畴。放松监管和强化监管在金融史中交替出现，这就是辩证法的“螺旋式上升”。第二，金融工程的发展模糊了金融行业和监管的界限。传统的银行、证券、保险之间的区别是泾渭分明的，但今天一个金融行业完全可以用创新的产品来实现原本是其他金融行业的功能。《现代化金融监管体制蓝图》不以保险、银行、证券作为监管权限划分的标准，正是基于金融业的这个变化。第三，证券监管和保险监管在保护消费者利益上应该取长补短。在保护消费者利益方面，证券监管更加注重信息披露、市场约束，而保险监管更加注重公司财务的稳健性。在实践中两个监管部门虽然在相互学习，但还远远不够。保险公司面对大量在知识和信息都处于劣势的个人消费者，需更加注重打击欺诈；高杠杆的投资机构对金融市场具有较强的外部性，需更注重机构的财务稳健。第四，保险业发挥保障功能应关注金融业功能趋同。文章提出，如果在投资方面能够确保投保人的资产安全本身就是一种保障，这对我们拓宽对保险保障的理解有一定的借鉴作用。

