

美国市政债券监管 执法的状况与借鉴

张子学*

摘要:2014 年可谓我国向市政债券领域突飞猛进的一年。本文从证券立法与监管执法的角度,以保护市政债券投资者权益为中心,介绍了美国市政债券的基本情况、监管执法框架、信息披露与市场结构、中介服务机构,描述了美国市政债券监管执法的历史情况与近两年的最新动向,本着“他山之石”“旁敲侧击”的考虑,总结与借鉴美国经验,从九个方面构想了我国市政债券监管执法的切入点、基本路径与主要手段。

关键词:美国市政债券 监管执法 借鉴

2014 年可谓我国向市政债券领域突飞猛进的一年。4 月 30 日,国务院批转了国家发改委《关于 2014 年深化经济体制改革重点任务的意见》,明确要求“建立以政府债券为主体的地方政府举债融资机制,剥离融资平台公司政府融资功能。”5 月 13 日,国家发改委下发《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》,提出

* 中国证监会行政处罚委委员,法学博士。

“研究推出棚户区改造项目收益债券”。5月19日,财政部印发《2014年地方政府债券自发自还试点办法》,称经国务院批准,2014年上海、浙江、北京、江西、青岛等10个省市试点地方政府债券自发自还,在国务院批准的发债规模限额内,自行组织本地区政府债券发行、支付利息和偿还本金,按照有关规定开展债券信用评级。^[1]7月11日,中国银行间市场交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业项目收益票据业务指引》,并开始正式受理企业在银行间债券市场发行项目收益票据的注册。^[2]8月31日,全国人大常委会表决通过《预算法》修正草案,明确“经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金,可以在国务院确定的限额内,通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措。”9月21日,国务院印发《关于加强地方政府性债务管理的意见》,修明渠、堵暗道,明确赋予地方政府依法适度举债权限,允许地方政府发行政府债券规范举债,地方政府不得以政府债券以外的任何形式举借债务。^[3]

统计显示,目前全球53个主要国家中,有37个允许地方政府举债。^[4]国际经验表明,市政债券已成为发达国家、新兴市场国家和一些发展中国家城市化建设的重要融资工具,市政债券市场的发展与城市化进程相互促进、相辅相成、相得益彰。^[5]从总体方向与发展路径看,我国在很大程度上参考了美国的做法,国务院《关于加强地方政府性债务管理的意见》将地方政府债券划分为一般债务和专项债务,前者主要以一般公共预算收入偿还,后者以对应的政府性基金或专项收入偿还,这种划分与美国的一般责任债券与收入债券相类。本文从证

[1] 截至2014年10月24日,10个试点省市发行工作已收官,共计发行1092亿元。

[2] 当天即完成了首单注册,即郑州交投地坤实业有限公司的“郑州综合交通枢纽地下交通工程(东广场)”项目,发行规模12亿元。

[3] 地方“政府性债务”不同于“政府债务”,前者除包括政府举借的债务外,还包括事业单位、融资平台公司等举借的政府性质的债务。按照规范管理的要求,今后地方政府只能由政府及其部门通过发行政府债券的方式举借,只会保留“政府债务”,不再有通过企事业单位举借的政府性债务。

[4] 张锐:“地方政府举债的国际经验”,载《中国证券报》2014年10月8日版。

[5] 陈嵘嵘:“国外发行市政债券为城市化建设融资的实践经验及其启示”,载《期货与衍生品交易》2014年第1期。

券立法与监管执法的角度,以保护市政债券投资者权益为中心,介绍了美国市政债券的基本情况、监管执法框架、信息披露与市场结构、中介服务机构,描述了美国市政债券监管执法的历史情况与近两年的最新动向,本着“他山之石”“旁敲侧击”的考虑,总结与借鉴美国经验,从九个方面构想了我国市政债券监管执法的切入点、基本路径与主要手段。〔6〕

一、美国市政债券概览〔7〕

(一)基本情况

1. 概要

经过 30 多年的长足发展,美国市政债券市场为建设与维护基础设施发挥了重要作用,已经成为其资本市场越来越重要的组成部分,也是目前世界上最发达的市政债券市场。市政债券发行人多种多样,包括州及其政治分支(如市、镇、县与学区)与职能机构(如住房、卫生保健、机场、港口与经济发展等职能局与代理机构)。州地政府机构发行市政债,为多种多样的市政工程筹集资金、提供现金流以及满足其他方面的政府需求,还通过“管道”融资(“conduit” financing)为非政府的私营工程募集资金。截至 2011 年年底,发行市政债券的州地政府达 44,000 家,发行在外的市政债券只数超过了 100 万只,面值余额 3.74 万亿美元(同期公司债规模为 11.5 万亿美元、公司权益证券规模为 22.5 万亿美元)。截至 2013 年年底,市政债券面值余额为 3.7 万亿美元(同期公司债面值余额为 11.3 万亿美元)。〔8〕

〔6〕 从广义上讲,市政证券包括市政机构发行的债券(bond)、票据(note)、权证(warrant)、参与凭证(certificate of participation)或者其他债务性证券。实践中,Municipal Securities 与 Municipal Bonds 经常串用,并无明确区分,Municipal Securities 也可被翻译为“市政债券”,本文即是如此。

〔7〕 本文的许多资料来自美国证监会 2012 年 8 月发布的《市政债券报告》(下文详述),不再一一注明。

〔8〕 数据源自美联储(FRB)的《资金流动报告》及证券业与金融市场协会(SIFMA)网站。

2. 还本付息来源与义务主体

依据融资种类,市政债券的本息支付可来源于发行人的一般税收、特定税种收入、公共工程收入或者私营实体的偿付,也可以是这些多种来源的综合。市政机构发行的债券通常分为“一般责任债券”(general obligation bonds)与“收入债券”(revenue bonds)。一般责任债券由发行人的税收权力与/或其“充分的信誉与信用”(full faith and credit)支持,债券持有人可以要求发行人用所有法律允许使用的收入来源偿付。收入债券可以由特定的非从价税收(non-ad valorem revenues)比如销售税与使用税支持,也可由发债融资所支持的特定项目或者事业的收入来支持,比如公用设施、收费公路、机场或者港口的收入。“管道收入债券”(Conduit revenue bonds)则是由市政当局或其代理机构、职能机构代表第三方发行的债券,还本付息义务人不是发行人而是其所代表的管道借款人,因此第三方通常被称为“管道借款人”(conduit borrower)或者“债务人”(obligated person);符合联邦税法条件的管道收入债券可以获得免税待遇,免税的管道收入债券包括代表私营实体发行的产业发展债券,也包括代表非营利与营利借款人发行的债券,如医院、高等院校、动力与能源公司、资源回收设施、多户住宅项目、旅馆、体育运动场馆与设施等。

3. 利率确定与利息支付

除了有多种发行目的之外,市政债的发行还存在多种形式,主要是固定利率债券(fixed rate bonds)、零息票市政债券(zero coupon bonds)以及可变利率债券(variable rate bonds)。固定利率市政债券在存续期内分期支付固定利息,通常每半年支付一次;从历史上看,绝大多数市政债券是固定利率债券。零息票市政债券的利息以复利形式滚存(accrues and compounds),但是只能到期支付。可变利率市政债券的利息随着某种参考利率或者某种被普遍跟踪的指数定期变化,或者由发行人或者第三方定期设定,主要类型有“可变利率即期债券”(variable rate demand obligations, VRDOs)与“拍卖利率证券”(auction rate securities, ARS)^[9]

[9] ARS 的利率也是浮动的,可以规避因固定利率与浮动利率错配带来的风险。但是,ARS 利率每隔一段时间通过市场拍卖重新设定,反映了该类债券市场的实际情况,而传统的浮动利率债券通常采取盯住某个通用市场利率的方式,反映了总体市场而非该类债券市场的实际情况。

4. 利息税的课征与豁免

市政债券利息收入通常免征联邦所得税,一般也免征各州的所得税。2008年,应税市政债券占已发行市政债券面值总额的11%,2009年升至18%,2010年升至32%,原因在于为应对金融危机通过了《2009年美国复苏与再投资法案》(the American Recovery and Reinvestment Act of 2009,ARRA),授权发行不豁免利息所得税的“建设美国债券”(Build America Bonds,BABs)等市政债券,随着BAB项目期满,2011年应税市政债券的比例又降回至9.4%的历史水平。^[10]

5. 增信机制

市政债券可以有某种形式的增信机制,比如银行开具的信用证、政府担保或者债券保险公司提供保险,以及与第三方(通常为银行)签订“备用债券购买协议”(standby bond purchase agreement)。2000年至2007年间,增信机制比较流行,在此期间有一半以上的市政债券由至少一种增信方式提供支持。但是,由于2008年金融危机对银行和债券保险机构的冲击,由债券保险公司等私营部门为市政债券增信的方式明显减少,影响了市政债券市场,使投资者重新将视野集中于披露情况与市政债券及发行人、管道融资者的基础信用质量。而且,评级机构修改了债券发行人评级标准,提高了为大多数类型的债券提供保险的资本支出要求,降低了传统债券保险业务模式下债券发行人被评为“AAA”级的可能性。

6. 发行承销

公募在美国市政债券中占绝对比重,私募的规模很小。市政债券通常由一个或者多个经纪交易商或者市政债券交易商承销,此时二者统称为承销商,多个承销商可以组成承销团。承销商直接从发行人购买债券,再卖给投资者,二者之间的价差就是承销费用,称为“承销商折让”或者“承销总费率”。承销商与发行人就交易一般条款达成一致后,就会准备一份“预备性官方陈述”(preliminary official statement)发

[10] BAB的目的是帮助地方政府筹措资金以度过金融危机,由政府设计其运作机制,美国联邦政府补贴BAB持有者所缴利息收入所得税,或者补贴BAB发行人利息支出。

送给潜在投资者,有时还会安排路演。市政债券发行承销的主要手段分为协商性发售(negotiated sales)与竞争性发售(competitive sales)。协商性发售系发行人敲定一名或者多名承销商作为“高级经理”(senior manager),高级经理决定承销团的规模与构成,在小额发行中确定“分销团”(selling group);这种方式下承销商可以事先根据市场条件调整发行日期与筹资额(以及价格),承销风险较低。竞争性发售系发行人公布发售通知,设定发行条款与条件,承销商以明确的价格进行秘密投标,中标者通常是开出最低利率成本的承销商,这种方式下承销风险较高。

7. 违约与市政破产

从历史看,与公司债和外国政府债券相比,市政债券的违约率极低。研究表明,无论相对于发行在外的市政债券总量还是相对于市政债券的违约总量,市政债券最终不能支付的风险很低。然而,市政债券可能而且的确会发生违约,这种违约会给投资者造成除了不能支付以外的其他负面影响,包括延迟支付与定价中断(pricing disruptions)。报告显示,大多数市政债券违约情况发生在出于非政府目的发行的管道收入债券,如多户住宅、卫生保健(医院与护理中心)以及以经济发展与制造为目的的产业发展债券。

同时,尽管相对稀少,市政破产、州法接管与类似程序也陆续发生过。迄今为止,依据《破产法》第9章正式提出破产保护的案件数量有限,从1980年起,每年大约发生7.5起,而且主要集中于内布拉斯加、加利福尼亚、得克萨斯与科罗拉多等高发州。著名的案例包括康涅狄格州 Bridgeport 市(1991年,后撤回)、加州橙县(Orange county,1994)、新泽西州 Camden 市(1999年)、加州 Vallejo 市(2008年)、罗德岛 Central Falls 市(2011年)、宾州哈里斯堡市(Harrisburg city,2011年)、阿拉巴马州 Jefferson 县(2011年)、加州 Stockton 市(2012年)、加州 Mammoth Lakes 镇(2012年)。此外,佛罗里达州迈阿密市、加州 San Bernardino 市的官员也曾考虑过申请破产保护。2013年7月,素有“汽车之城”美誉的密歇根州底特律市负债超过180亿美元,正式申请破产保护,同年12月,联邦破产法院判决其符合申请破产的资格要求,成为美国最大规模的城市破产案。破产保护的低发可归因于法律与现实上

的多种因素,包括进入破产程序不仅对市政当局本身,也对其所在的州产生评级上的负面影响,以及破产保护的公开性、各州对申请破产保护的限制、对将来进入资本市场不利等,破产程序通常作为“最后的补救办法”。

8. 衍生品使用

市政债券发行人与投资者均会使用衍生产品进行财务与风险管理。一般来说,市政债券衍生品的结构设计必须符合《国内税收法典》(IRC)以及其他法规关于免税融资发行的规定。市政债券发行人最常用的衍生产品是与新债务、预期债务或者未偿债务相关的利率互换,发行人参与利率互换,通过利率上限或者利率上下限创设合成性的固定利率,或者管理其利率风险敞口。市政债券投资者与交易商也使用信用衍生品来对冲风险或者增加利润。

9. 投资者结构

1986年《税收改革法案》实施前,商业银行是市政债券的主要持有者,因其购入免税债券后可以减少80%的利息费用。1986年《税收改革法案》大幅减弱此种税收优惠后,商业银行持有发行在外市政债券的比例从1971~1972年的51%剧降至2011年的7.6%。目前,个人或称“散户”投资者大量持有市政债券尤其是免税市政债券,而且一般是持有至到期日。截至2011年年底,个人投资者持有市政债券面值达1.9万亿美元,比2006年上升了12%,其中,约50.2%的本金余额由个人投资者直接持有,超过25%的本金余额由共同基金、货币市场基金、封闭式基金与ETF基金代表个人投资者持有。截至2013年年底,市政债券本金余额为3.7万亿美元,个人投资者持有比例为72%。

(二) 监管执法框架

1. 美国证监会(SEC)

由于美国的政治传统,地方政府受联邦政府的干预和监督很少,这一点也表现在市政债券的监管历史上。^[11] 尽管有如此之规模与重要性,市政债券市场并未与美国资本市场其他领域处在同样的证券监管水平上。1933年《证券法》与1934年《证券交易法》施行之时,除了

[11] 刘云中:“美国对市政债券的监管及其启示”,载国务院发展研究中心网站。

《证券法》Section 17(a)、《证券交易法》Section 10(b)这两个反欺诈条款之外,均宽泛地豁免市政债券适用其他所有条款。因此,市政债券发行人不必按照《证券法》的规定进行注册或者取得注册豁免、披露发行文件,也不必按照《证券交易法》的规定进行持续披露。究其原因,一方面固然是由于联邦与各州之间的礼让,另一方面也是由于与公司证券市场相比,当时的市政债券市场尚未出现比较明显的滥用行为。

1975年,纽约市政府的短期票据发生了到期不能支付的违约事件。这次兑付危机及其处理,促使美国国会正在进行的《证券交易法》修改中,对市政债券市场规模越来越大、散户投资者参与度不断增强、市场滥用行为不断增多的情况做出回应。1975年《证券法修正案》(Securities Acts Amendments of 1975)的内容之一,就是决定在联邦层面对市政债券市场实施“有限监管”,创建了自律组织“市政债券规则委员会”(municipal security rule board,MSRB),要求从事市政债券交易业务的证券机构在证监会注册为“经纪交易商”(broker dealer),从事市政债券交易业务的银行在MSRB注册为“市政债券交易商”(municipal securities dealers),授予证监会广泛的规则制定与执法权,对这些机构实施监管,并授权MSRB制定规则,对这些机构交易与出售市政债券的行为进行规范,防止欺诈与操纵,保障公平交易。

1975年《证券法修正案》并未对市政债券发行人建立监管机制,也未对之施加新的监管要求;而且,作为立法妥协的结果,根据得州参议员Tower的提议,增加了一个后来被称为“Tower修正案”(Tower amendment)的条款,明确约束证监会与MSRB的权力,规定其不得要求市政债券发行人在任何市政债券发售前,直接或者间接向证监会或者MSRB提交任何申请、报告或者文件。根据字面表述,《1975年证券法修正案》虽未排除证监会就市政债券发行颁布披露标准,但是,修正案并未包含关于市政债券发行人披露问题的明确的法定授权。

金融危机之后的2010年出台《多德—弗兰克法案》,在市政债券发行人监管上并无进展。不过,法案责成美国总审计长(U. S. Comptroller General)研究审查市政债券披露问题,包括对保留、修改还是取消“Tower修正案”提出建议,并研究市政债券市场的透明度、流动性、市场创新、使用衍生品等事项。此外,《多德—弗兰克法案》引入了影响

市政债券市场的其他条款,包括但不限于修改《证券交易法》Section 15B,要求“市政债券顾问”(municipal advisors)在证监会注册,由MSRB实施监管,并要求市政债券顾问对其客户承担“忠实勤勉义务”(fiduciary duty);还扩充了MSRB的权力,明确要求其保护市政机构与相关债务人。

在缺乏市政债券注册与报告法定安排的情况下,证监会在市政债券市场上的保护努力,主要是经由对经纪交易商、市政债券交易商的监管来实现的,包括制定《证券交易法》Rule 15c2-12、发布证监会解释、执行联邦证券法反欺诈条款,以及对MSRB进行监管。现行对经纪交易商与市政债券交易商的监管机制,能够对市政机构、债务人的业务以及有关其市场上信息的可获取性影响巨大。这种间接监管方式,被称为“轻触式监管”(light touch regulation)或者“迂回式监管”(circuitous regulation)。

目前,证监会内部对市政债券市场实施监管的专门机构是交易与市场部下设的市政证券办公室(office of municipal security,OMS)。市政证券办公室负责协调证监会的市政证券监管,就市政债券市场相关事项向证监会提出建议,就开发与实施证监会在市政证券领域的举措提供技术帮助。办公室还协助执法部及其他部门处理大量的市政证券事务,审核MSRB入禀的规则,代表证监会就市政债券事项联系MSRB、FINRA与多个行业团体。此外,办公室与市政证券行业紧密配合,就风险管理事宜教育州地官员与管道借款人,促进其充分理解证监会的政策。

2. 国内税务局(IRS)

除证监会外,国内税务局(Internal Revenue Service,IRS)也被国会赋予市政债券监管与执法职能,扮演着非常重要的角色。如上所述,联邦政府对州地市政机构发行债券支付的利息免税,但是州地政府可能滥用此种豁免。曾经出现的滥用情形主要有两种:一种是超发套利,是指超发豁免利息税的市政债,将超发部分募集的资金投资于不豁免利息税的安全领域比如美国国债进行套利;另一种是借非所用,是指使用豁免利息税的市政债所募资金支持本地私营商业,这意味着全国的纳税人在补贴该州地的产业政策。为此,联邦政府授权IRS进行监督。

IRS 面对种类繁多的市政开支,不得不考虑哪些足以构成“公共”,哪些债券发行人具有“政府属性”(governmentality)。^[12]

2010年,证监会与 IRS 签订了合作备忘录,同意信息共享,并就有关免税债券与市政证券的市场风险、操作与事件相互沟通。但是,证监会认为,现行法律条文阻碍着 IRS 配合证监会的工作,证监会通常并不知晓 IRS 正在进行的市政债券审计与调查,IRS 也不能及时向证监会通报交易商或其他机构涉嫌卷入市政债券欺诈的情况。例如,在追究债券法律顾问责任的先例创制性案件 *Ira Weiss v. SEC* (下文将详述)中,联邦上诉法院不得不等到 IRS 调查认定涉案债券属于应税债券后才做出判决。在 *Neshannock Township School District* 一案中,证监会因必须等待 IRS 的调查结果而延误了监管。1997年至2005年,证监会对免税市政证券投资中的“串通投标”伎俩(bid-rigging schemes)展开大规模调查,最终导致大批的刑事追究以及五家金融机构共支付超过7亿美元的和解金,其中支付给 IRS 1亿多美元。尽管司法部与货币监理署也展开了平行调查,但如果能够取得 IRS 的配合,调查工作会进行得更加及时高效。

3. 市政债券规则委员会(MSRB)

MSRB 虽然只是接受证监会监督的市政债券行业自律组织,但由于市政债券的规则基本上均由证监会授权其制定,经证监会批准后生效,该委员会的自律监管作用举足轻重。经过多年的演变,目前,所有从事市政债券业务的经纪交易商、市政债券交易商与市政债券顾问均应注册成为 MSRB 的会员,不过,在此之前,这些机构均应首先在 SEC 注册。MSRB 的 15 名委员均是会员代表或者公共利益代表,其制定的规则涵盖了从业资格标准、公平交易、簿记、交易的确认、清算和交割等方面,目前主要包括 A、D、G 三大部分。其中,A 规则 17 个,主要规范 MSRB 的运作;D 规则 17 个,属概念规则,用以界定 MSRB 规则中的重要术语;G 规则是主干,为监管规则,共发布了 43 个,41 个尚在使用,包括职业资格准则、公平实务准则、统一实务准则、市场透明度准

[12] Shanske, Darien, *The Feds are Already Here: The Federal Role in Municipal Debt Finance* (May 19, 2014), 33 *Review of Banking and Financial Law*, 795 (2014).

则、被监管实体管理准则五个部分。

需要说明的是,其一,这些规则只对市政债券承销商、交易商与市政债券顾问具有约束力,市政债券发行人并不受这些规则的约束;其二,MSRB 无权强制执行其制定的规则,国会把执行这些规则的权力主要分配给了证监会与金融业监管局(FINRA),少数交给了联邦银行监管机构,MSRB 向这些机构提供市场信息、报告涉嫌违规行为,就其规则提供咨询。

4. 金融业监管局(FINRA)

FINRA 是美国证券业的自律组织,监管着超过 4400 家证券公司与 630,000 名注册的证券代表人(registered securities representatives),主要职责是规管经纪交易商及其注册人员,提供市场资讯,发布并执行保护投资者与金融市场的规则,检查经纪交易商遵守 FINRA 规则与联邦证券法律及其下位规则、条例(包括 MSRB 规则)的情况,提示与教育投资大众,提供行业公共设施,管理最大的投资者与注册证券公司之间纠纷解决的平台。目前,大约 1800 家在 MSRB 注册的经纪交易商是 FINRA 会员,由 FINRA 进行日常检查,FINRA 负责监管作为经纪商或者交易商注册于 MSRB 的绝大多数证券机构。但是,FINRA 自身的规则并不适用于市政债券的交易与商业活动,其执行的是 MSRB 制定的规则。2012 年,证监会批准修改 MSRB 规则 Rule G - 16(定期合规检查),由 FINRA 对经纪交易商会员实施风险导向检查。FINRA 还负责监督市政债券交易的价格与盈利情况。近年来,FINRA 已经对市政债券的销售操作实施了全覆盖与定向检查,发布了指引,提醒相关机构在二级市场出售市政债券时注意尽职调查责任,并关注了新发行市政债券“散户认购期”(retail order periods,ROPs)可能存在的“炒卖”(flipping)问题。^[13]

[13] “散户认购期”是指在新发行的市政债券超额认购情况下,市政债券发行人为了便于和促进散户投资者尤其是本地居民参与认购,拿出一定数量的市政债券,指定特定时间段,在此时间段只允许散户投资者认购。通过这一机制,散户投资者可以与机构投资者同样的价格认购到市政债券。2013 年 10 月,SEC 批准了 MSRB 修改相关规则,旨在保护市政债券发行人与投资者,防止交易商在“散户认购期”漠视发行人的规定。

5. 联邦银行监管机构

联邦存款保险公司(FDIC)、联储系统(FRS)、货币监理署(OCC)统称为联邦银行监管机构。从事市政债券交易业务的银行要在MSRB注册为市政债券交易商,联邦银行监管机构负责执行MSRB关于注册市政债券交易商的规则。目前,MSRB规则Rule G-16要求市政证券交易商每两年接受一次检查。

6. 州地法律

州地政府及其代理机构、职能机构发行债券,在治理、预算、会计及其他财务事项上受州宪法、法规、市县宪章、市政规则等法律规范的约束。这些州的法律规范涵盖了信用约束、公共基金的使用许可、税收与债务限度,发债方式、发债目的具体条件与限制,以及公共记录、开门会议等方方面面。某些情形下,尤其是在以从价税收作为偿债来源的情况下,需提交全民公决。通常来讲,违反这些要求与限制的债券发行是无效的。不过,在一些州,经司法或者立法确认,可以免除对债券发行效力的挑战。从证券法角度看,市政债券除了受联邦法规制外,还要受州证券法也即所谓“蓝天法”(blue sky law)的规制。

(三) 信息披露、市场结构与透明度

1. 信息披露规则

市政债券信息披露包括发行文件的披露与发行后发行人、债务人及其他参与者信息的持续披露。美国市政债券信息披露规则的核心,是证监会发布并不断修改的《证券交易法》规则Rule 15c2-12。1983年,华盛顿公共电力供应系统(Washington public power supply system, WPPSS)因项目管理不善,为建设核电厂发行的数十亿美元市政债券发生违约,SEC调查后认为应当对市政债券市场采取进一步的监管措施。当时,一级市场发行信息的披露不及时、不完整是普遍现象。为此,SEC于1989年发布了Rule 15c2-12,要求市政债券承销商:(1)在承购与发售市政债券之前,必须获得并审查由发行人确认为“终版”的作为发行披露文件的“官方陈述”;(2)在“协议性发售”中,向潜在客户提供发行人的最新“预备性官方陈述”;(3)应客户要求限定期间内向其提供“终版官方陈述”;(4)与发行人签订合同,以在限定期间内从发行人获得足够的“终版官方陈述”发送给客户。该规则适用对象

为100万美元或以上的新发行的市政债券,为承销商获取与散发有关市政债券发行的披露资料确立了标准,促使其更准确、及时地向市政债券投资者提供发行信息。

1994年,发生了加州橙县财政破产案。同年,为促进市政债券存续期内发行人相关信息的持续披露,防止欺诈与操纵,证监会修订该规则,要求除非经纪商、交易商或者市政债券交易商(合称“承销参与者”,participating underwriter)已经合理确认,市政债券发行人或者债务人已经在书面协议或者合同中承诺为了债券持有人利益向信息平台提供其年度财务信息与重大事件提示,承销参与者不得承购或者发售该市政债券;而且,除非这些承销参与者已经具有适当程序合理保证其能立即获取该市政债券的重大事件提示,不得推荐承购或者发售。2008年,证监会再次修订该规则,指令MSRB建立并维护市政债券相关信息采集与使用的独立、集中数据库,即“电子化市政债券市场入口系统”(electronic municipal market Access system,EMMA)。目前,EMMA充当了市政债券信息披露的官方平台,提供市政债券发行、发行人、债务人等方方面面信息,投资者可自由进入EMMA网站免费使用数据。2010年,证监会又修订该规则,对重大事件提示要求做出重大调整,改进了发行人必须披露的重大事项清单,特别是那些可能对免税资格构成负面影响的事项,并将该规则的持续披露要求适用于“可变利率即期债券”。

除Rule 15c2-12之外,证监会的解释性指引、MSRB的规则以及多种行业团体自行发布的指南,也在市政债券信息披露上发挥着作用。此外,为了度量不同类型市政债券的信用风险,分析师与投资者的信息需求因债券类型不同而有异,投资者的信息需求也对披露惯例的形成施加影响。美国证监会的解释性指引主要是1989年发布的《证券交易法》释义《市政债券披露》^[14]、1994年发布的解释《委员会关于市政债

[14] Exchange Act Release No. 26985, *Municipal Securities Disclosure* (June 28, 1989), 54 FR 28799 (July 10, 1989) (“1989 Adopting Release”).

券发行人与其他人披露责任的说明》。^[15] 曾发布市政债券自愿披露指南或者最佳实践手册的行业团体包括“政府财务官协会”(government finance officers association, GFOA)、“全国市政债券分析师联合会”(national federation of municipal analysts, NFMA)、“全国州审计员、稽核员与司库协会”(national association of state auditors, comptrollers and treasurers, NASACT)、“全国债券律师协会”(national association of bond lawyers, NABL)、“美国银行家协会公司信托分会”(American bankers association, corporate trust division), 涉及范围涵盖了财务报告与财务信息发布的内容与时机、养老金债务的披露、产业与融资具体指引、市政债券发行人的披露控制与程序、提供披露的方法等方面。

2. 信息披露内容与方式

第一类是一级市场发行信息,包括首次发行的“官方陈述”(official statements)与“再融资提前转期文件”(advance refunding documents)。这类信息属于强制披露,不过提交披露的义务主体不是发行人而是承销商,承销商遵照 MSRB 的规则,通过 EMMA 披露。“官方陈述”也可翻译为“正式报告”,类似于股票发行的“招股说明书”或者公司债发行的“募集说明书”,是由市政债券发行人或者其代表准备的关于一只新的市政债券发行的文件,它描述了该债券的基本条款。绝大多数发行中,Rule 15c2-12 要求承销商获取、审查并向投资者发送发行人的披露文件;证监会对该规则的相关解释强调,承销商应具备“合理基础确信用于发行的任何披露文件的关键表述真实完整”,并审查这些文件防止存在遗漏与误导。此外,该规则还要求官方陈述“展示关于债券发行条款的信息,包括关于该市政债券发行人与其他机构、事业、基金、账户及他人的对评估发行具有重要性的财务信息与运营数据”。目前,对官方陈述的具体内容没有硬性要求,总体上看,官方陈述所叙述的债券条款包括但不限于以下方面:(1)债券利率,如果为可变利率,应说明变化的方式;(2)利息与本金支付的时点与方式;(3)债券发售

[15] Exchange Act Release No. 33741, *Statement of the Commission Regarding Disclosure Obligations of Municipal Securities Issues and Others* (Mar. 9, 1994), 59 FR 12748 (Mar. 9, 1994) (“1994 Interpretive Release”).

额最低面额;(4)债券到期日前能否由发行人赎回,如能,基于何种条件;(5)投资者是否有权要求发行人以面值回购;(6)发行人承诺的偿债来源,如一般税收权力、特定税收或者其他收入渠道;(7)是否为偿债提供了债券保险、信用证或者其他担保措施;(8)债券偿付或者不能偿付违约的后续影响。此外,还有所谓“再融资提前转期”,通俗地说就是发新债还旧债,一般是新债利率比旧债低,“再融资提前转期”还可以改变债券的本金支付时间、债券评级、债券现值等条款。发新债所募得的资金并不马上用来还旧债,而是放到第三方保管账户上,按照预定的时间表还本付息,“再融资提前转期文件”规定的正是再融资资金何时、如何最终支付给市政债券持有人。

第二类是市政债券发行后发行人、管道融资中的债务人在二级市场上的持续披露,主要是指年度财务报告。这类披露带有“准强制”性质,披露义务不是源自监管规则的直接强制性规定,而是发行人、债务人在新发行市政债券时,必须与承销商签订协议,承诺进行持续披露,提交披露的义务主体是发行人、债务人。Rule 15c2 - 12 要求承销商“合理判断”市政债券发行人或者债务人是否已经通过书面协议或者合同(通常称为“持续披露协议”)承诺向 EMMA 提供具体的年度财务信息与重大事件提示。2010 年,证监会又拓展了披露内容,修订了重大事件的内容与清单,并要求所有的重大事件提示应在 10 个工作日内提交。这种源自 Rule 15c2 - 12 的披露义务被一些行业组织的披露指南进一步强化,比如,GFOA 建议市政债券发行人与债务人公开投资者感兴趣的、已经准备好的期中财务信息。然而,持续披露的水平与频度仍因发行人、债务人的类型与规模的不同而异。

第三类是发行人自愿披露的信息。既包括上文提到的“预备性官方陈述”(preliminary official statements)也就是“官方陈述”的预披露文件,以及其他与“官方陈述”、“再融资提前转期文件”相关的“发售前文件”(pre - sale documents),也包括大量的、多种类的持续披露比如季度或者其他期中财务与经营数据,有关准备、提交经审计财务报告与/或者年度财务数据的信息。MSRB 被授权接受这些自愿追加披露的信息,一些信息通过引至发行人官方网站超链接的形式予以披露,少数发行人在其官网或者以其他方式提供月度预算、现金流报告等期中

财务信息,也有一些发行人或者相关机构在 EMMA 上披露期中财务信息,包括财政年度、会计准则选择上的变化,年度财务报告的补充信息或者运营数据,预算文件或者预算相关信息,投资活动、举债或者财务事项的政策,提供给评级、增信机构或者其他第三方的信息,咨询报告等。

根据美国证监会的调研,市场参与者反映多年来市政债券发行人的披露质量有了很大提高,一些市场参与者与投资者建议一级发行应重点关注小规模、欠经验的发行人与非政府的管道融资者,二级市场应重点关注披露的及时性、完整性以及严格遵守持续披露承诺等问题。未来强化信息披露的关键领域包括:(1)财务报告与财务信息,重点是财务信息的及时性、可比性;(2)增加管道借款人的信息披露;(3)公共养老金与其他退休后救济金(post - employment benefits, OPEBs)债务的披露,包括准确性与充分性;(4)市政债券发行人使用衍生品的情况,包括衍生品条款与风险敞口等;(5)对官方陈述或者其他披露文件所包含信息的免责声明;(6)利益冲突以及其他关系、操作的披露,包括发行参与者与市政机构决策者之间未披露的付款安排、政治捐款、争取承销业务中的串通投标(bid rigging)等,发行人顾问、掉期顾问等角色引致的利益冲突问题;(7)披露控制及其程序的存在与充分性。不过,也有些发行人与参与者担心过度监管带来的信息披露负担,还有人认为采用“一刀切”的标准未必适当。

3. 市场结构与透明度

如上所述,个人投资者,或者称为零售投资者、散户投资者,近年来直接或者间接持有市政债券本金余额的比例一直在 70% 以上。传统上,市政债券市场被描述为一个“买入并持有”的市场,因为许多投资者持有市政债券直至到期,初次发售之后,市政债券交易稀少。美国市政债券的交易并不在集中公开的交易所市场进行,而是通过非集中的零售柜台市场,这些柜台市场的特点是流动性差、不透明(illiquid and opaque)。固定收益市场原本不是如此,20 世纪早期,纽约证券交易所拥有一个活跃的公司债与市政债券市场,但是,从 20 世纪 40 年代末期开

始,市政债券与公司债券大量转移至不透明的柜台市场。^[16]今天,债券市场的电子交易虽在上升,但是,一些主要华尔街投行的债券部门仍继续主要通过电话实施交易操作。

目前,几乎全部的市政债券交易是由交易商以“做市”方式(in a principal capacity)执行客户交易,少数的中间商承担了大部分的市政债券交易,相对较高的交易成本导致市政债券市场的非流动性、不透明与碎片化。想在二级市场购买市政债券的个人投资者,通常联系交易商,请其帮助确定在信用、支付、税收、到期等方面符合需求的市政债券。交易商可以向客户推荐其持有的存货清单上的市政债券,也可推荐其在柜台市场获得的市政债券。后者可能来自其他交易商或者“经纪商的经纪商”(a broker's broker),也可能来自一个“另类交易系统”(alternative trading system, ATS)。尽管大多数情况下投资者倾向于持有这些市政债券直至到期,但也可能出于种种原因决定出售。有出售意向的投资者,通常会联系交易商,交易商可能提出购买这些债券将之放入自己的存货,也可能直接联系其他交易商,通过经纪商的经纪商或者另类交易系统寻找买家。一部分市政债券交易是以“无风险做市”(riskless principal)的方式完成的,交易商接到客户指令后立即在市场上发出相同的指令,以做市的身份满足客户的指令,这样一来,交易商承担非常小的市场波动风险,其实与代理交易并无太大差别。

目前,有不少“另类交易系统”为市政债券的交易商提供电子化的流动性池子,这些系统占据了市政债券交易的很大部分。通过把总体上低流动市场的流动性聚合起来,“另类交易系统”在市政债券交易中发挥着重要的作用。“另类交易系统”如果注册为经纪交易商并遵守相关规则,就可以被豁免界定为“交易所”,无须注册为全国性的证券交易所,其参与者限于市政债券的交易商。

尽管已完成交易也即交易后价格信息的可获得性有所提升,市政债券二级市场依然晦暗不明。对于交易前信息,也即哪些市场参与者有兴趣买卖一只市政债券、愿意以什么样的价格买卖,投资者的接

[16] Will Rhode, *Retail Liquidity: The Evolution of Fixed Income* (Apr. 22, 2013), at <http://tabbforum.com/opinions/retail-liquidity-the-evolution-of-fixed-income>.

触与获取度非常有限。由于交易商通常不会广泛地以电子方式显示实盘行情,投资者基本上难以获得实盘报价与询价行情(firm bid and ask quotations)。即使有交易前价格的透明度,也基本上是由经纪商的经纪商、另类交易系统或者类似交易系统通过电子网络运行,公众并无法获取这些信息,相反地通常由参与的交易商获取。

以往,增信机制与信用评级将完全不同的市政债券的信用质量作“商品化”评估,市场参与者往往据此做出更加简单化的定价决策。全球金融危机之后,债券保险以及其他增信工具的使用率下降,再加上对信用评级可靠性的担忧,市场参与者越来越明显地需要通过更加严谨的分析给市政债券定价。为此,市场参与者开发了市政债券定价替代手段。交易商可以比照“可比”债券的近期交易,以洞察市场参与者对于近期没有交易的债券愿意成交的价位,也可以借助基准收益率曲线为市政债券定价,还可获得评估当前市场某种市政债券价格的独立的专业定价服务。因此,交易商尤其那些有大量订单流的交易商,可以获得最广泛的定价信息,大型机构投资者也有多种信息渠道,散户投资者仅能获取相对少的定价信息,致使其面对可以利用的更好选择时可能会茫然无知。

在此市场结构下,市政债券交易商对其客户承担某种责任。总体上看,MSRB的规则要求交易商与客户发生交易时,无论是自营交易还是代理他人交易,应当做到交易价格公平,在确定市政债券价值上勤勉尽职,获取的补偿合理。不过,由于市场结构导致的透明度不对称,许多交易商在履行这些责任上面临挑战。

(四) 中介服务机构

1. 交易商

如上所述,交易商(经纪交易商与市政债券交易商)在一级市场通过承销活动发售债券,在二级市场上组织交易,发挥着关键作用,为此,他们也需要在销售、披露与尽职调查等方面履行多种义务。

首先,是公平交易与向客户披露的义务(fair dealing and duty of disclosure to customers)。MSRB保护投资者的核心规则Rule G-17,包含一个类似于《证券交易法》Rule 10b-5的条款,要求交易商与所有人公平交易,不得实施任何欺诈、不诚实或者不公平的操作。MSRB解

释,交易商在交易前或者交易时,应向客户提供该机构已知的有关该市政债券交易的所有重大信息。MSRB 的 Rule G - 22 还要求,与发行人存在控制关系的交易商为客户买卖该发行人的债券时,应在交易前将这种控制关系告知客户。

其次,是投资者适当性管理方面的义务。MSRB 的 Rule G - 19 (b)规定,交易商有义务从非机构客户那里搜集与适当性有关的财务或者其他信息;Rule G - 19(c)规定,交易商应在合理基础上相信向客户的推荐是适当的。

最后,是公平定价与合理报酬义务。MSRB 的 Rule G - 30 要求交易商与客户进行自营交易时,应当考虑到所有相关因素,做到公平合理;Rule G - 18 要求交易商为客户执行代理交易时,应尽合理努力,使客户获得主导性市场条件下公平合理的价格。在交易商自营交易中,不需披露作为报酬的升水与贴水(a mark - up or a mark - down),但在代理交易时,应披露作为报酬的手续费。无论何种交易,Rules G - 18 与 G - 30 均要求交易商获取的报酬要合理。

2. 市政债券顾问

《证券交易法》将市政债券顾问界定为两类:一类是就市政债券发行或者市政金融产品向代表市政机构、债务人提供咨询,咨询内容包括这些金融产品或者发行人的结构、时机把握、条款及其他类似事项;另一类是代表交易商、市政证券顾问或者投资顾问游说市政当局,帮助这些机构获取发行、产品、咨询等市政债券相关业务。协助发行人发售债券、再投资募集资金、设计与定价衍生工具等相关产品的“金融顾问”属于前者。历史上,市政债券顾问及其活动基本上不受规制,《多德—弗兰克法案》开始要求市政债券像其他市场中介一样在证监会注册,并授权 MSRB 对市政债券顾问实施监管。2013 年 9 月,证监会发布了最终的注册规则。目前,在证监会注册的市政债券顾问已超过 1100 多家,其中 300 多家为已经注册的经纪交易商。MSRB 也已将其 Rules G - 5(惩戒行动)与 G - 17(公平交易)拓展覆盖至市政债券顾问。

3. 托管人

市政债券发行后,债券托管人代表债券持有人扮演重要角色。托管人依据托管协议,履行建立账户并持有债券发行款项、维护债券持有

人名录、支付债券本息等管理义务。根据持续披露协议的安排,托管人还可代表持有人强制发行人、债务人履行持续披露承诺。一旦发生支付违约,托管人就成为采取措施保护持有人权利的一方当事人。

4. 律师

律师在市政债券中发挥着广泛作用,包括债券律师(bond counsel)、披露律师(disclosure counsel)、发行人或者借款人律师(issuer's or borrower's counsel)、托管人律师(trustee's counsel)、承销商律师(counsel to the underwriters)。

债券律师在市政债券市场承担着独一无二的角色,负责对债券发行的合法性及其他问题发表专业客观意见,包括市政债券利息的税务处理。债券律师的意见为投资者所倚重,既在债券发售竞标通知中作为参考,更是官方陈述的备查文件,通常会被详细叙述,而且常常被全文列示。如果债券发行被债券律师出具“不合格”意见,承销商就会终结公开发行,此种债券的转让也会被认为不是可靠的交付。债券律师还发挥其他作用,比如指导发行人满足州地法律的债券审批要求、准备文件与监督交易过程。债券律师通常代表发行人,有时也会被管道借款人聘用。

发行人律师出具意见的范围通常包括发行人的组织结构与过往表现、与发行人存在交易关系的公司或者政府机构、发行人官员的职权,相关文件的采用、执行与效力,是否存在未决或者可能的诉讼,债券文件之间是否存在冲突,发行人的其他合同等事项。

如果发行中出现托管人律师,则其职责是审查债券文件以确认适当的支付、违约条款和账户已经具备,托管人的持续披露义务已经清晰界定,债券文件总体上将托管人的风险减至最低。托管人律师还审查发行文件,以确认发行文件已经包含托管人信息及任何适当的或者必要的免责声明。

承销商律师的责任包括帮助设计融资结构并确认其符合证券法规定,帮助尽职调查,审查或者帮助起草相关交易与披露文件(官方陈述、债券购买协议、持续披露协议、再行销协议、承销商之间的协议),审查与评价其他律师准备的文件,预备蓝天法的核查(如有必要),就官方陈述的准确完整发表意见(通常称作“10b-5 意见”)。

5. 评级机构

目前,市政债券的评级由穆迪、惠誉、标普三大评级机构中的一家或者多家完成,通常采用“发行人付费”模式。存在增信时,评级机构同时给出有增信的评级与没有增信的评级。近年来,机构投资者越来越少用评级判断借款人的信用质量,而个人投资者进行投资决策时仍比较依赖评级结果。2007年,证监会要求评级机构注册为“全国认可统计评级组织”(nationally recognized statistical rating organization, NRSRO),次年的《多德—弗兰克法案》授权证监会制定监管信用评级与评级机构的规则。2014年8月,证监会发布了评级机构监管重大改革方案,主要是要求评级机构强化有效内部控制,防止评级机构其他产品或者服务的营销活动影响其信用评级的制作,规范评级机构与评级对象之间的旋转门,保持信用评级符号的一致性。^[17]

二、美国市政债券监管执法的历史情况

近20年来,美国证监会一直在不断加强市政债券市场的事前与事中监管,并发动了大量执法行动。这些执法行动针对与市政债券有关的重大误导性、不实陈述与遗漏,以及市政债券参与者的其他不当行为,大体上可归为发行与披露欺诈、税收与套利驱动的欺诈、“付费入场”(pay-to-play)与“公共腐败”(public corruption)、公共养老金会计与披露欺诈、估值与定价问题五类。

(一) 市政债券发行执法案例

1. 发行人

尽管市政债券发行的官方陈述可以由承销商律师、债券律师、发行人的披露律师或者财务顾问准备,证监会在 Rule 15c2-12 中清楚地说明,从法律上讲,官方陈述属于发行人的文件,尽管协助发行人的市场参与者也受证券法反欺诈条款的规制,但是,发行人承担保证官方陈述符合联邦证券法披露标准的首要义务,出了问题要承担主要责任。证

[17] <http://www.sec.gov/rules/final/2014/34-72936.pdf>.

监会 1977 年发布的一份《职员报告》明确：“尽管市政当局由于其政治属性具有某些方面的特质,但在其作为证券发行人的情况下,应服从禁止虚假误导性陈述的规定。”^[18] 在 1989 年发布的《证券交易法》解释性指引《市政债券披露》中,证监会强调,市政债券发行人应对披露文件的内容承担主要责任,如果出现虚假误导性陈述将会依据联邦证券法受到追究。基于这些理念与规定,证监会对发行人发动了一系列反欺诈执法行动。

1996 年,证监会指控加州橙县未披露其投资资金池与财务状况的相关风险。^[19] 1996 年,证监会指控亚利桑那州 Maricopa 县未披露已知的财务状况与经营性现金流大幅下滑的情况。^[20] 1997 年,证监会指控纽约州 Syracuse 市错误陈述一般性基金与偿债基金 (general and debt service funds) 的盈余,虚构这些基金的期末资金结余,并误导投资者相信某些财务信息已经经过审计。^[21] 2003 年,证监会指控佛罗里达州迈阿密市未披露试图通过发行债券覆盖经营成本以掩盖现金流短缺的情况。^[22] 2003 年,证监会指控马萨诸塞州公路管理局未披露“大

[18] Staff Report on Transactions in Securities of the City of New York (Aug. 1977), Chapter III, at 1-2 (“NY City Report”).

[19] Securities Act Release No. 7260/Exchange Act Release No. 36760, *In the Matter of County of Orange, California; Orange County Flood Control District and County of Orange, California Board of Supervisors* (order) (Jan. 24, 1996), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/337260.txt> (“In the Matter of County of Orange, California”).

[20] Securities Act Release No. 7354/Exchange Act Release No. 37748, *In the Matter of Maricopa County, Arizona* (order) (Oct. 3, 1996), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/337354.txt> (“In the Matter of Maricopa County”).

[21] Securities Act Release No. 7460/Exchange Act Release No. 39149, *In the Matter of City of Syracuse, New York, Warren D. Simpson and Edward D. Polgreen* (order) (Sep. 30, 1997), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/3-9452.txt> (“In the Matter of City of Syracuse”).

[22] Securities Act Release No. 8213/Exchange Act Release No. 47552, *In the Matter of the City of Miami, Florida* (order) (Mar. 21, 2003), available at <http://www.sec.gov/litigation/opinions/33-8213.htm> (“In the Matter of the City of Miami”).

开挖”路段与波士顿隧道项目成本大幅超限的情况。^[23] 2006年,证监会指控加利福尼亚州 San Diego 市,在2002年至2003年发行5只总计融资2.61亿美元的市政债券时,未充分披露其养老金与退休者医疗保健债务出现危机的情况。^[24]

2. 发行人官员

批准债券发行或者披露文件的发行人官员,也应承担联邦证券法下的责任。因上述橙县案,1996年,证监会对具体操办相关事项的该县财政税收主管及其助理提出指控,并针对批准市政债券发行与披露文件的县议会议员的失职行为,发布了一份警示性报告《市政债券:公共官员与责任人员》。^[25] 报告指出:公共官员拥有批准市政债券发行及相关披露文件的最终权力,因此应当承担联邦证券法下的义务,不能批准那些其本人明知存在虚假的披露文件,也不能不负责任地罔顾已经显示出的披露文件存在误导性风险的事实。比如,当一名公共官员对发行人的偿付能力存在疑问时,如未能视情况采取措施阻止重大虚假或者误导性信息的发布,就属放任;在此情形下,应进一步熟悉披露文件,并就这些事实的披露质询发行人的官员、雇员或者其他相关机构。本案中,市议会议员们了解该县的财政状况,他们本应对偿付能力提出质疑,但未采取适当行动保证披露真实情况,未履行联邦证券法反欺诈条款赋予的责任。因上述 San Diego 市案,证监会于2008年另外指控了该市的五名前官员,称其放任发行人对养老金与退休人员卫生保健债务所面临的财务危机进行误导性披露。2010年10月,证监会与这些官员达成和解,这一和解系证监会首次在市政债券欺诈案件中

[23] Securities Act Release No. 8260, *In the Matter of the Massachusetts Turnpike Authority and James J. Kerasiotes* (order) (July 31, 2003), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/33-8260.htm>.

[24] Securities Act Release No. 8751/Exchange Act Release No. 54745, *In the Matter of the City of San Diego, California* (order) (Nov. 14, 2006), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/2006/33-8751.pdf> (“In the Matter of the City of San Diego”).

[25] Report of Investigation in the Matter of County of Orange, California as it Relates to the Conduct of the Members of the Board of Supervisors, Exchange Act Release No. 36761 (January 24, 1996), available at <http://www.sec.gov/info/municipal/mbonds/publicof.htm>.

对政府官员进行经济处罚。

3. 潜在债务人及其主要负责人

证监会还因发行资料的重大误导性陈述或者遗漏,追究潜在债务人(underlying obligators)及其主要负责人的责任。比如,2000年,证监会因 Allegheny 健康、教育与研究基金会——一个主要的非营利卫生保健组织——严重高估多家医院的收入以在申请破产保护前掩盖其财务状况正在恶化的情况,起诉该基金会。^[26] 2006年,证监会因 Mount Sinai 医疗中心在2001年管道融资中,债券发行披露文件存在多种误导性陈述与遗漏,处罚该中心及其首席财务官与首席运营官。^[27] 2007年,证监会因 Heritage 住宅开发公司从1996年至1999年,以开发助老生活设施为名,用旁氏骗局的方式发售了1.31亿美元“收入债券”,起诉公司及其董事长。^[28]

4. 承销商及其高管和从业人员

承销商也受到追究,追责对象包括全国性与区域性的投资银行、多个投资银行公共融资部门的首脑以及不同职级的投资银行从业人员。2000年,证监会起诉一家承销公司及一名主要负责人,称其在一系列南加州住宅开发市政债券发行中,在用于发债担保的土地价值、融资项目的状况、项目收入偿付债券本息的可能性等方面存在重大不实陈述与遗漏。^[29] 2001年,证监会在 Dain Rauscher, Inc. 案中,起诉一名投资银行家,称其未披露相关市政票据的风险。^[30] 2008年,证监会起诉一

[26] Exchange Act Release No. 42992, *In the Matter of Allegheny Health, Education and Research Foundation* (June 30, 2000), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-42992.htm>.

[27] SEC Litigation Release No. 19887, *Final Judgment Entered Against Defendant Bruce M. Perry* (Oct. 25, 2006), available at <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2006/lr19887.htm>.

[28] SEC Litigation Release No. 20358, *SEC Obtains Final Judgment Against Robert A. Kasirer in Municipal Revenue Bond Offering Fraud* (Nov. 5, 2007), available at <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2007/lr20358.htm>.

[29] SEC Litigation Release No. 17432, *Court Enjoins Municipal Underwriter in Real Estate Financing Fraud* (Mar. 22, 2002), available at <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17432.htm>.

[30] *SEC v. Dain Rauscher, Inc.*, 254 F.3d 852, 857 (9th Cir. 2001).

家承销商与管道融资发行人,称其未披露一个主要租户已经决定从发债融资建设的办公大楼撤离。^[31]

5. 律师

律师的问题通常是由于发表了发行人免税资格的错误法律意见。在下文还将述及的宾州劳伦斯县的一个学区发行市政债券违法案中, Ira Weiss 作为发行律师,未对相关事实进行合理调查,就出具了关于该债券税收豁免资格的法律意见书,未向投资者揭示该市政债券存在应缴纳联邦所得税的风险,2006 年被证监会起诉至联邦法院;法院认为, Weiss 在其法律意见书中明确声称其已经“合理足够地核查了重大法律与事实材料并合理确信相关事项”,而事实上并非如此,判决支持证监会的处罚决定。^[32]

其实,早在 1981 年,证监会就结合具体案件中律师未调查基本事实即出具法律意见、未遵守适当行为准则等问题,发布了警示性报告《市政债券参与者:债券律师》。报告认为,证券市场律师意见的重要性促使美国律师协会(ABA)道德与职业责任委员会发布了针对性的《正式意见 335》,要求律师对非注册证券出具法律意见时,在初步调查客户的有关情况时,发现不完整、存疑或者与其已知情况不一致,必须做进一步调查。美国律师协会的《职业责任模范守则》也要求律师知道或者应当知道其不能胜任时,应放弃相关业务;如果律师不去查证仅仅依靠想象的事实发表意见,而且知道其意见将被作为非注册证券发售的重要依据,就会严重损害其职业行为的正当性,沦为证券欺诈的帮凶。^[33]

不过,在更早的 1977 年 SEC v. Haswell 案中,联邦地区法院认为,

[31] Dolphin & Bradbury, Inc. v. SEC, 512 F. 3d 634 (DC Cir. 2008); Exchange Act Release No. 54143, *In the Matter of Dolphin and Bradbury, Incorporated and Robert J. Bradbury* (July 13, 2006), available at <http://www.sec.gov/litigation/opinions/2006/33-8721.pdf>.

[32] Weiss v. SEC, 468 F. 3d 849, 855 - 56 (D. C. Cir. 2006).

[33] Municipal Bond Participants: Bond Counsel, Report under Section 21(a) of the Exchange Act, Attorney's Conduct in Issuing an Opinion Letter Without Conducting An Inquiry Of Underlying Facts Failed to Comport With Applicable Standards of Conduct, Exchange Act Release No. 17831 (June 1, 1981).

证监会指控作为市政债券律师的被告人隐瞒相关事实、错误认定发行人免税资格,缺乏足够的证据支持;无论被告法律意见对还是错,但其制作系出于“绝对诚信”,即使有错误也是发行人而非其律师违反了证券法规定。判决书还批评到,拥有足够资金与人力的证监会应把精力投到完善有关披露要求、出台相关规则以防止类似本案情况,而非在没有清晰指引的情况下对被动进入这一领域的律师采取执法行动;从近年情况看,投资者所蒙受的巨大损失,更多是由于证监会对相关披露原则框架久拖不决,而非由于包括本案被告在内的律师的行为。法院还在核查被告过往执业记录后,对其专业、诚实、谨慎大加褒扬,认为即使本案中其行为违法也不足以承受永久禁令,证监会的错误执法已给被告带来严重伤害。^[34]

6. 内部会计师与外部审计师

在上述 Syracuse 案中,Simpson 在涉案期间是该市财政局的最高级别会计师,而发行市政债券与准备“官方陈述”是财政局的一项职责,两次市政债券发行中,“官方陈述”准备草率,Simpson 作为监督者也受到追究。2000 年,证监会指控宾州一家非营利卫生保健机构 AHERF 在履行市政债券持续披露义务承诺时,发布的 1996 年、1997 年年度财务报告虚增其本身及多家子公司的净收入;1998 年,AHERF 申请破产保护;Albert Adamczak 作为该机构会计部门主管、注册会计师,与该机构一起受到追究,同意接受停止与戒绝令并交纳 4 万美元罚款和解结案。^[35]

上述 AHERF 案中,外部独立审计师 Buettner 也于 2004 年受到追究。为掩盖正在恶化的财务状况,AHERF 欺骗性地将 9960 万美元储备金从一家关联机构的账户转移至一组关联机构的账户,虚增 1997 财政年度净收入;Buettner 知道或者应当知道 AHERF 这些行为,但未指出相关问题,审计报告错误地声称审计工作是依据“公认审计准则”(generally accepted auditing standards,GAAS)实施的,AHERF 的财务报告恰当地呈现了与“公认会计原则”(GAAP)一致的财务状况;2004 年,联邦地区法

[34] SEC v. Haswell, Civ. Action No. CIV - 77 - 0408 - B, 1977 U. S. Dist. LEXIS 13396 (W. D. Okla. Oct. 19, 1977).

[35] *In the Matter of Albert Adamczak*, C. P. A. , (May 2, 2000), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-42743.htm>; Exchange Act Release No. 42742.

院对 Buettner 下达禁令,证监会对其处以 4 年行业禁入。^[36]

1995 年,证监会处罚了审计机构 Clifton Gunderson & Co. 的合伙人、审计师 Ronald Blain。First Humanicsor 是一家收购、整修与运营护理院的非营利性公司,被告是该公司 1986 年财务报告审计工作的主要负责人,该财务报告被纳入 First Humanicsor 发行市政债券披露文件的附录。被告知悉 First Humanicsor 正在恶化的财务状况,巨大且在不断攀升的损失数额以及未能付回某些偿债备用款项的情况,却未在审计报告中说明这些重大事项及其后果。^[37]

在上述 San Diego 市案中,该市 2001、2002 财政年度的外部独立审计师 Thomas Saiz 及其会计公司,也于 2007 年被证监会提起发布禁令并处以罚款的民事诉讼。被告起草的该市财务报告的附录披露文件,对养老金与退休者医疗保健债务情况做了重大误导性与不实陈述,发表了不合格的审计报告,错误地声称该市的财务报告符合公认会计原则、审计工作遵循了公认审计准则,并同意该市将审计报告纳入 2002 年与 2003 年市政债券发行文件中。^[38]

(二) 与披露相关的专项监管执法问题

1. 财务报告与财务信息

证监会在 1994 年解释性说明中指出,与公司债券一样,稳健的财务报告对市政债券一级与二级市场的健全起着决定性作用;市政债券发行人的财务报告是投资者评估市政债券发行人财务状况的关键信息,这些信息对其他利益相关者,比如政府机构与纳税人也十分重要;附加的财务信息,比如预算信息,可被投资者与债权人用于识别对于政府资源的未来需求,这些未来需求可能对政府的清偿能力产生负面影响;同样的信息,可被市民或者市民团体用于分析税收收入的使用是否

[36] Exchange Act Release No. 50134, *In the Matter of William F. Buettner, CPA*, (Aug. 2, 2004), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-50134.htm>.

[37] Securities Act Release No. 7224/Exchange Act Release No. 36277, *In the Matter of Ronald Blaine*, (Sep. 26, 1995).

[38] SEC v. Thomas J. Saiz, and Calderon, Jaham & Osborn, *An Accountancy Corporation*, Civil Action No. 07 CV 2308 L(JMA) (S. D. Cal.) (Filed Dec. 10, 2007), available at <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2007/comp20394.pdf>.

遵守了预算限制。

目前,并无统一适用的市政债券市场会计准则,证监会也未获得制定市政债券必须适用的会计准则的授权。目前市政债券市场普遍适用的是“政府会计准则委员会”(government accounting standard board, GASB)制定的政府会计准则(GAAP)。^[39] GASB指出,政府机构与私营领域商业企业财务报告的目的不同,因此,二者的会计原则在一些根本方法上存在区别。这种区别源自多种因素,最重要的就是财务信息最终使用者的需求不同。商业企业财务报告使用者要求财务报告能使债权人与权益证券持有者就其金融投资进行决策,政府会计的主焦点,则往往是对于托付给政府管理的资源(也即税收)的公共责任,包括税收等公共资源如何获取与使用,这些资源能否足以支付当前与将来的开销,政府提供服务的能力与同期相比是在提高还是在恶化。

Rule 15c2-12并未规定市政债券一级发行时官方陈述应披露的财务信息与经营数据的格式与内容。1994年修订该规则时,证监会考虑到并非所有的发行人事先准备经审计的财务报告,就未要求强制使用这种经审计的财务报告。鉴于市政债券发行人的差异、发行的差异以及偿付来源的差异,证监会在确定应披露财务信息的内容与范围时,保持了必要的灵活性。

一些市政债券发行人提交财务信息的时间常常严重滞后其财政年度或者财政期间,许多分析师与投资者认为在评估发行人、债务人的当期财务状况时,这些滞后信息已经失去了相关性。证监会1994年解释性说明指出,财务信息的及时性,包括及时的经审计的年度财务信息,是其有用性的主要要素,不仅有助于市场参与者做出有充分信息依据的投资决策,也决定着一个有效市场的运行。GASB也称,财务报告及时性“或许是州地政府财务报告使用者向GASB表达的最频繁最共同的关切”。目前,除了个别州施加或者法定,或者在披露协议约定,经审计年度财务报告等财务信息的披露期限缺乏硬性要求。MSRB允许

[39] GAAP不同于“财务会计准则委员会”(financial accounting standard board, FASB)制定的企业会计准则。目前,许多州地遵循该准则编制政府机构的会计报表,在发行市政债券和申请获得财政资助时尤为如此。如果没有按照该会计准则编制会计报表,则需对没有按照准则编制会计报表所产生的差异进行估计并作出说明。

在财政年度结束后 120 日内向 EMMA 提交年度财务报告,但是如果发行人、债务人已经在 EMMA 上对披露期限做了自愿承诺,就应严格遵守。此外,GFOA 把能否在财政年度终了后 180 日内提交“比较年度财务报告”,作为其颁发《优秀财务报告成就证书》的评价要素。

证监会发动的针对官方陈述重大误导或者遗漏的执法行动,多数涉及发行人或者潜在债务人提供了有缺陷的财务报告或者财务信息。例如,在上述 Maricopa 县案中,使用过期的经审计财务报告;在上述 Syracuse 市案中,将财务信息摘要不正确地标示为“经审计”;在上述橙县案中,错误地表示审计师已经同意将其审计报告纳入官方陈述;在上述迈阿密市、圣迭戈市案中,对经审计财务报告的解释包含误导性语言。证监会还针对因会计欺诈导致的重大误导性财务报告发动执法行动,如上述 Syracuse 案、Allegheny 案、Mount Sinai 医疗中心案。

2. 税收与套利欺诈

税收与套利欺诈案件的核心是隐瞒影响市政债券课税方式的重大风险。比如,1999 年,证监会指控市政债券承销商 Thorn Welch & Co., Inc. 及其董事、总裁兼市政债券业务负责人 John Thorn,称其从 1992 年至 1993 年,承销了密西西比州两个城市为建设低收入家庭住宅项目而发行的“城市重建市政收入债券”,7 次发行累计融资 1900 多万美元;但是,该承销商向投资者发送的官方陈述未披露市政债券发行人关于使用募集资金的真实意图,而该意图将会危及这些市政债券的免税资格;两被告被处以罚没款及实施禁止令。^[40] 2004 年,证监会指控 Ira Weiss 与 L. Andrew Shupe II,称在 2000 年宾州劳伦斯县的一个学区发行 960 万美元市政债券中,Shupe 作为投资银行家,起草的发行披露文件未准确描述募集资金的用途以及由此导致的该债券失去免税资格的风险,Weiss 作为发行律师,未对相关事实进行合理调查,就出具了该债券税收豁免资格的法律意见书,二人均违反了证券法中的反欺

[40] Securities Act Release No. 7663, *In the Matter of John E. Thorn, Jr. and Thorn Welch & Co., Inc. ,f/k/a Thorn, Alvis, Welch, Inc. (order)* (Mar. 31, 1999), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/33-7663.txt>.

诈规定。^[41] 2007年,证监会指控一家从事金融服务与衍生品交易并在证监会注册为投资顾问的机构 CDR Financial Products, Inc., f/k/a Chambers, Dunhill, Rubin & Co., 称1999年至2000年,在为佛罗里达州卫生与住宅项目融资6.5亿美元的三次市政债券发行中,被告作为市政债券顾问,未披露其在这些发行中与一家债券增信机构的收费安排,而这种收费安排会威胁到市政债券的税收豁免资格。^[42]

3. 养老金与其他退休后救济金债务

披露市政机构的养老金债务是市场讨论的热点话题。在美国,大约有3400家州地养老金系统;支付养老金与“其他退休后救济金”(other post - employment benefits, OPEBs),可能对市政债券发行人的财务健康造成重大影响,从而影响其筹措资金偿还市政债券本息的能力。目前,关于州地政府对这些养老金计划债务如何进行适当的会计处理与披露,存在较大争议。

证监会曾发动执法行动,指控市政机构未充分披露其支付公共养老金债务所面临的困难。在上述证监会于2006年指控加州圣迭戈市案中,在发行市政债券时,该市官员知道支付养老金与卫生保健福利债务面临严重困难,除非获得新的收入、削减养老金与卫生保健福利或者砍掉一些城市服务。但是,该市的市政债券发行文件对此做了重大不实与误导性陈述。2010年10月,证监会与该市的前官员达成禁制令和解,还在市政债券欺诈案中首次谋求对市政官员进行经济处罚。同样在2010年,证监会首次指控一个州也即新泽西州违反联邦证券法(下文详述),该州在市政债券发行文件中,未向投资者披露已经不能向两个最大的养老金计划足额支付资金,缺口达数十亿美元。

[41] Securities Act Release No. 8412/Exchange Act Release No. 49596, *Commission Charges Ira Weiss and L. Andrew Shupe II with Violating the Anti - Fraud Provisions of the Federal Securities Laws in Connection with a \$9.6 Million Offering of Municipal Securities* [Apr. 22, 2004; Weiss v. SEC, 468 F. 3d 849 (D. C. Cir. 2006)].

[42] Securities Act Release No. 8854, *In the Matter of CDR Financial Products, Inc., f/k/a Chambers, Dunhill, Rubin & Co. (order)* (Sep. 28, 2007), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/2007/33-8854.pdf>.

4. 衍生品及其交易

如上所述,一些市政债券发行人使用与发行相关的互换产品。衍生工具能够降低市政当局的举债成本,有助其管理风险,但潜在风险也不容低估,目前这方面的数据并不透明,需要增加披露,让投资者清晰理解这类工具的相关条款及其给发行人带来的风险。最常见的衍生交易是“固定换浮动互换”(fixed-for-floating swap),一方支付固定利率,另一方支付浮动利率,市政债券发行人固定全部或者部分可变利率敞口,这样,就把发行可变利率债券的效果与使用“固定换浮动”利率互换的效果结合起来,属于一种合成的固定利率债务。这类衍生交易使发行人面临多种风险,包括一些重大风险。市政债券参与者还非常关心利益冲突以及其他因素可能引致市政债券发行人参与潜在不利的衍生交易,以及掉期顾问出于种种原因陷入固有利益冲突。

市政机构参与掉期与基于证券的掉期所产生的风险,也在多个引人注目的执法行动中显现出来。早期的著名案例是上述加州橙县财政破产案,近期的案例是阿拉巴马州杰斐逊县。在橙县案中,证监会聚焦于相关投资策略的风险披露,包括使用互换在内的衍生品给发行人带来的风险;橙县严重依赖多个投资集合带来的利息收入以平衡当时的运营预算;这些集合实施了高风险的投资策略,最终导致该县申请破产;尤其是,该县财务长通过短期反向回购协议获取了额外资金,将之投至2年至5年期证券,这些证券许多属于不稳定的衍生证券,由“逆向债券发行人”支付与主要市场利率逆相关的利率,当市场利率上升时,该县投资集合的财务健康下降。

此外,2010年至2011年,证监会与美银证券、瑞银、摩根大通、美联银行、GE投资五家大型金融机构达成合计2.05亿美元的执法和解;在市政机构及潜在债务人作为再投资工具使用的衍生品交易中,这些机构实施复杂、广泛的串通投标伎俩,扮演了不当角色。^[43]

[43] Exchange Act Release No. 63451, *In the Matter of Banc of America Securities, now known as Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated, successor by merger*, (Dec. 7, 2010), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/2010/34-63451.pdf>.

5. 披露控制与程序

如上所述,发行人承担保证其官方陈述达到联邦证券法披露标准的最终责任。此外,发行人公开发布的能够合理预见将达于投资者与交易市场的任何信息,均受反证券欺诈条款的规制。在准备官方陈述或者其他披露材料时,一些发行人比较重视其业已制定的披露控制书面规定,其他一些发行人则没有这样的机制。市政债券发行人通常基于州法的要求、其他政府机构的强制性规定或者自身习惯与实践,安排其披露政策、程序与控制。但是,发行人还应重视证监会的执法案例与相关指引。一些律师组织建议这些控制与程序的基本要素包括:(1)对负责制作、审查与批准披露文件的官员进行培训;(2)建立审查相关披露文件的问责程序;(3)保证所有已经建立的程序得到遵守。

在众多的执法和解案例中,一些发行人承诺提高内部控制水平、健全披露政策与程序、补救内控与披露上的缺陷。比如,在下文将要详述的新泽西州案中,该州在外部披露顾问的帮助下制定了正式、书面的披露政策与程序,实施了对雇员的强制性合规培训。在犹他州教育储蓄计划信托一案(*utah educational savings plan trust*)中,发行人承诺聘请一名独立咨询顾问帮其建立内控制度,消除披露、会计与其他程序中的缺陷。^[44]在上述圣迭戈市案中,该市采取了披露控制与程序措施,包括参照《萨班斯法案》的要求将披露控制与程序纳入内控规定之中,对合规机构进行彻底整顿等;整顿内容包括将审计功能从财务管理分开,创建新的职位、委员会与顾问团体来监督内部控制与披露;“披露操作工作小组”是新的顾问团体之一,负责开发、维护与更新披露平台,具有非政治性,唯一任务就是保证信息披露的准确完整;除了这些结构调整之外,圣迭戈还雇用了新的合规职员,包括一些更富有学科专业知识和经验的雇员,引入了新的电脑系统,聘用了外部顾问,意在通过更好的报告提升内部控制;另外的合规强化措施包括书面的程序记录、强化员工培训、对内部系统进行常规测试等;该市还开通了一条匿名举报热线,以便其雇员就相关问题通知合规部门;在一些市政债券融资论坛

[44] Securities Act Release No. 8601, *In the Matter of Utah Educational Savings Plan Trust (order)* (Aug. 4, 2005), available at <http://sec.gov/litigation/admin/33-8601.pdf>.

上,律师们把该市整顿归位的控制机制,当作其他发行人在决定什么样的控制与程序适合自己时,可以选择参照的榜样。^[45]

6. 对披露的信息声明免责

一些市政债券参与者试图对官方陈述及其他披露文件中的信息声明免责,证监会职员也关注到一些法律顾问鼓励这种行为。这些免责声明有些意在免除对发行文件中由“专家”准备的材料承担《证券交易法》Section 10(b)下的责任,有些是为了规避普通法下的默示保证责任。

但是,证监会宣称,“对反欺诈责任的特别免责声明有悖联邦证券法下的政策考量”;承销商对于推荐任何市政债券必须具有合理基础,必须审查用于发行的披露文件是否存在遗漏与虚假。证监会进一步称,“承销商声明不对发行人或者其他参与者提供的信息承担责任,如果没有进一步澄清承销商就其对发行文件准确性的确信,以及这种确信的基礎,就将会产生误导效果,因此,此种免责声明不得纳入官方陈述中”。一些市场参与者建议证监会释明允许适用免责声明的其他有限情况,并就如何把握这一问题举例说明。

与此相关的是披露文件植入超级链接与网站作为参考资料引发的免责声明问题。对此,证监会关于电子中介使用的有关解释同样适用于市政债券发行人。证监会要求发行人应在植入之前或者同时,清楚、突出地说明对这些信息免责还是予以背书。如果植入者明知或者过于放任无视超链接信息或者网站信息存在重大不实陈述或者误导,就不能以免责声明隔离反证券欺诈责任。^[46]

(三) 政治捐赠、付款安排等利益冲突行为

市政债券发行参与者、决策者之间未披露的政治捐赠、付款、串通投标等方面的金融、商业关系或者操作,对投资者至关重要。市政债券

[45] See generally American Bar Association Section of State and Local Government Law, American Bar Association Section of Business Law Committee on Federal Regulation of Securities, & National Association of Bond Lawyers, Disclosure Roles of Counsel In State and Local Government Securities Offerings (3rd ed. 2009) (“Disclosure Roles of Counsel”).

[46] Exchange Act Release No. 58228, *Commission Guidance on the Use of Company Websites*, at text accompanying n. 86, Aug. 1, 2008, available at <http://www.sec.gov/rules/interp/2008/34-58288.pdf>.

投资顾问与互换顾问的角色,也引发了未披露的利益冲突问题。其中,最多见的情况是“付费入场”(pay to play)。直白地讲,“付费入场”就是以政治捐赠换取市政债券业务。1994年,MSRB实施Rule G-37,规范为获取承销或者其他业务而实施的“付费入场”。2012年,MSRB发布了关于Rule G-17的解释性指引,要求承销商披露与发行人之间的利益冲突事项。对于涉及市政当局的“基于证券的互换”交易与商品市场互换交易,美国证监会、美国期监会(CFTC)也对“付费入场”采取了限制措施。

2010年,证监会发布规则,大幅限制市政债券投资顾问为揽取利润丰厚的公共养老金或者类似政府投资账户的管理合同而实施“付费入场”操作,禁止范围不仅包括直接捐助,也包括其他方式的安排。新规则的主要内容有:(1)如果投资顾问机构或其特定高级管理人员或者雇员,向能够影响投资顾问选择的官员提供了政治捐献,则在此后两年内,禁止该投资顾问直接或者通过集合基金投资取得相关付费投资顾问业务;(2)禁止投资顾问机构及其特定高级管理人员与雇员,为能够影响投资顾问选择的官员向他人拉取或者协调竞选捐助(一种被称为“捆绑”的操作),该规定也适用于为谋求业务为州地政治派别拉取或者协调相关付款安排;(3)禁止投资顾问向游说或者中介代理机构(placement agents)支付款项,请其代表自己游说政府客户,除非该第三方已经在证监会注册为受类似“付费入场”规则规制的投资顾问或者经纪交易商。时任证监会主席Mary Schapiro称:“公共养老金计划投资管理顾问的选定,应以这些计划及其受益人的利益最大化为标准,而不能受回扣或者其他好处的影响。”“这些规则将有助于营造公平环境,允许不同规模的投资顾问以其投资技能与服务质量竞争政府合同。”^[47]

[47] SEC Adopts New Measures to Curtail Pay to Play Practices by Investment Advisers, at <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-116.htm>. SEC Adopts New Measures to Curtail Pay to Play Practices by Investment Advisers, at <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-116.htm>. SEC v. Larry P. Lanford, William B. Blount, Blount Parish & Co., Inc. and Albert W. LaPierre, Lit. Release No. 20545, Case No. CV-08-B-0761-S(N. D. Ala.) (Apr. 30, 2008), available at <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2008/lr20821.htm>.

证监会对政治捐赠、利益冲突与未披露付款安排中的违规行为发动了大量执法行动。例如,2008年,证监会指控时任杰斐逊县议会主席 Larry Langford 及他人,称其接受了与该市市政债券业务和基于证券的互换协议有关的大额未披露付款。^[48] Langford 在随后的刑事诉讼中因类似事实被判罪成,目前正在监狱服其15年徒刑。2009年,证监会指控摩根大通证券(J. P. Morgan Securities),称其在2002年与2003年,为换取杰斐逊县的市政债券承销业务与掉期产品业务,奉某些县议员之命,为一些与该县50亿美元市政债券发行与掉期业务有关的微不足道服务,向当地多家公司支付了820万美元款项,违反了《证券法》Section 17(a)(2)与(3)、《证券交易法》Section 15B(c)(1)与MSRB规则Rule G-17;摩根大通证券被公开谴责,支付了250万美元罚款,被没收5000万美元,并因掉期终结费支付了6.47亿美元违约金。^[49]此外,证监会还以指使820万美元的未披露支付为由,对摩根大通证券的两名投资银行家提起禁制令诉讼。

在2009年的RBC Capital Markets Corporation与Merchant Capital L. L. C.两个案件中,证监会追究了为政府官员的朋友、家属支付奢华旅行与娱乐费用的市政债券承销商。这些亲朋好友打着会见债券保险与评级机构的旗号,到纽约豪华旅游。承销商支付的这些费用,最终从潜在的市政债券发行人得到补偿。^[50]

公共养老金也陷入利益冲突与未披露捐助的策划,被证监会追查。2009年,证监会指控,2003年至2006年年末,纽约州的前付稽核官(Deputy Comptroller)、一名高级政治顾问以及多名中介代理,为了从纽

[48] SEC v. Larry P. Lanford, William B. Blount, Blount Parish & Co., Inc. and Albert W. LaPierre, Lit. Release No. 20545, Case No. CV-08-B-0761-S(N. D. Ala.) (Apr. 30, 2008), available at <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2008/lr20821.htm>.

[49] Securities Act Release No. 9078/Exchange Act Release No. 60928, In the Matter of J. P. Morgan Securities Inc. (Nov. 4, 2009), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/2009/33-9078.pdf>.

[50] Exchange Act Release No. 59439, RBC Capital Markets Corporation (Feb. 24, 2009), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/2009/34-59439.pdf>; Exchange Act Release No. 60043, Merchant Capital, L. L. C. (June 4, 2009), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/2009/34-60043.pdf>.

约州共有退休基金(New York state common retirement fund)揽取投资业务,参与了一起欺诈性的回扣丑闻。^[51] 2000年至2009年,证监会提起一连串指控,称康涅狄格州前财务长以及他人,将州养老基金投资于私募证券基金,通过该财务长的朋友与政治伙伴,换取包括政治捐款在内的捐助。^[52] 2012年,证监会指控底特律市前市长、前财务长与一名底特律公共养老基金投资顾问,称其卷入了一宗以豪华礼品换取对这些基金的投资程序施加影响的秘密交易。^[53]

(四)首次查处一个州——新泽西州案

2010年,证监会首次指控一个州违反联邦证券法,也即新泽西州违法案。处罚决定显示,2001年至2007年,该州在79次市政债券发行中,筹集了超过260亿美元资金;发行文件给人以错误印象,声称两个本州最大的养老金计划——教师养老与年金基金(TPAF)、公共雇员退休系统(PERS)——均在被足额提供资金,掩盖了如不增加税收、削减其他服务或以其他方式影响预算,就不能给这两个养老金计划提供资金的事实;这样一来,投资者就无法获得足够的信息来评估该州为养老金提供资金的能力,也无法评估这些事项对州财政状况的影响。^[54]

证监会指控,新泽西州的预备性官方陈述、官方陈述、持续披露文件存在以下违法行为:(1)未披露并误导性陈述2001年立法增加TPAF与PERS在册雇员与退休者退休救济金的信息;(2)未披露并误导性陈述2001年立法成立特别的救济金提高基金(benefit enhancement funds, BEFs)最初意在覆盖增加的养老金的信息;(3)未披露并误导性陈述使用BEFs作为其一项五年期“渐进式计划”的一部分,为TPAF与

[51] SEC v. Henry Morris, et al., Lit. Rel. No. 20963 (Mar. 19, 2009), Lit. Rel. No. 21001 (Apr. 15, 2009), Lit. Rel. No. 21018 (Apr. 30, 2009), available at <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/litrelarchive/litarchive2009.shtml>.

[52] SEC v. Paul J. Silvester, et al., Lit. Release No. 16759 (Oct. 10, 2000), available at <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr16834.htm>.

[53] SEC v. Kwame M. Kilpatrick, Jeffrey W. Beasley, Chauncey C. Mayfield, and MayfieldGentry Realty Advisors, LLC, Lit. Release No. 22362, Case No. 12 - cv - 12109 (E. D. Mich.) (May 9, 2012), available at <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2012/lr22362.htm>.

[54] Securities Act Release No. 9135, *In the Matter of State of New Jersey*(order) (Aug. 18, 2010), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/2010/33-9135.pdf>.

PERS 提供资金的信息;(4)未披露并误导性陈述改变并最终放弃该五年期“渐进式计划”的信息。证监会还发现,新泽西州未能在市政债券披露文件中提供某些当前与以往的养老金财务信息,而且,该州并无起草、审查与更新债券发行文件的书面政策与程序,也未向雇员提供在会计准则或者联邦证券法下本州披露责任的培训。

新泽西州既未承认也未否认上述事实,请求和解结案。证监会要求新泽西州停止并戒绝违反《证券法》Sections 17(a)(2)与 17(a)(3),考虑其配合调查及采取补救措施,同意和解请求。时任证监会执法部主任 Robert Khuzami 称,“所有的市政债券发行人,包括各州,有义务向投资者提供评估重大风险的必要信息”。“新泽西州未向其市政债券投资者给予均等机会,掩盖并误导性陈述了其财务状况的相关信息。”时任执法部市政证券与养老金小组负责人 Elaine Greenberg 补充说,“新泽西州向尤为关心其财务健康情况的人掩盖了财务困境”。

三、美国市政债券监管执法的最新动向

(一)《市政债券报告》的建议及相关事项进展情况

《多德—弗兰克法案》要求总审计长对市政债券市场的问题进行研究并提出改进建议。2012年1月、7月,美国政府责任办公室(United States government accountability office, GAO)先后向国会提交了《市政债券市场结构定价和监管概览》、《提高市政债券持续性信息披露质量》两份报告。与此同时,美国证监会在 Walter 委员主持下,经过历时两年多的全面深入调研与征求意见,于2012年8月发布了《市政债券报告》,建议通过立法、监管以及行业举措等多种途径,提升市政债券市场水平,强化投资者保护。

1. 与披露有关的建议

(1)总体建议。首先,鉴于目前证监会的监管权力比较有限,建议国会修改法律,授予证监会更多的监管权力,使其能够采取措施提高市政债券发行人的披露水平。修改法律不会导致禁止证监会或者 MSRB 要求发售前申报披露文件的规定(也即 Tower 修正案)被废除或者改

动,也即不会要求市政债券由非注册证券变为注册证券,而是授权证监会采取其认为适当的监管步骤,在短期内有针对性地强化市政债券发行人的披露操作。其次,在现有权限下,证监会有多条可选择路径。尽管这些措施会产生效果,但并不足以独自解决报告讨论的问题。证监会承认,具体建议的实施需要对相关附加信息进行深入研究,包括成本收益的妥当性。最后,证监会希望市场参与者通过开发与升级最佳实践指南,继续为高质量的披露操作而努力。

(2)立法建议。第一,授权证监会要求市政债券发行人准备并公开官方陈述,并在债券存续期内持续披露财务报告及其他财务与运营信息,包括时限、公开频度与最低披露要求,并为证监会执行这些要求提供手段。第二,修改《证券法》、《证券交易法》对市政债券豁免适用的规定,并非《证券法》Section 3(a)(2)下“市政机构”的管道融资者,不再享受豁免,不过,仍可以同样取得基于融资规模差异而规定的其他方面豁免,包括那些适用于小企业、私募发行与非营利实体等考虑到不同类型发行与发行人的豁免。第三,授权证监会制定市政债券发行人财务报告准则,包括认可某个指定私人部门团体制定的准则具有贯彻联邦证券法的一般公认效力,同时授权证监会对该私人部门团体实施监督。第四,授权证监会在其认为适当的情况下,要求市政债券发行人将财务报告交由独立审计师或者州审计师(state auditor)审计。第五,对于反复发行市政债券、同意且正在履行持续信息披露义务的发行人,在符合某些条件的情况下,为其前瞻性说明(forward-looking statements)免受私人索赔提供安全港保护,这些条件包括适当披露前瞻性说明相关风险,如果提供了财务预测,还要披露这些预测所基于的重要假设。第六,允许国内税务局在适当情形下、在采取必要防护措施的前提下,与证监会分享其通过反馈、审计与检查发现的市政债券发行有关信息,尤其是那些已经涉嫌证券欺诈的信息。第七,提供强制市政债券发行人履行持续披露协议以及其他义务,以保护市政债券持有人的机制,授权证监会可以要求托管人或者其他机构强制执行持续披露协议条款。

(3)监管建议。第一,证监会可以组织市政债券参与者、监管者与学界每年召开一次专门会议。第二,证监会可以考虑发布更新有关市

政债券发行人与其他人披露义务的解释性指引。第三,证监会可以考虑修改《证券交易法》Rule 15c2 - 12,进一步增进有关市政债券的披露。第四,证监会应当继续与 MSRB 一起,巩固 MSRB 规则,进一步完善 EMMA。

(4)对市场参与者的建议。市政债券发行人与其他市场参与者应遵守并鼓励他人遵守现有的行业最佳实践,扩展新的最佳实践指引。

2. 与市场结构有关的建议

透明度使客户与监管者能够评价市场专业人士是否在提供“最佳成交”(best execution),这是促进竞争的关键。增强价格透明度、促进这些价格的公平获取,能够提高市场效率、促进竞争并最终便于散户投资者的订单获得最佳成交。

(1)增强交易前价格的透明度。第一,证监会可以考虑修订 Regulation ATS,要求市政债券交易数量或者金额大的另类交易系统(ATIS)公开发布最佳申卖价与最佳申买价。第二,MSRB 可以考虑制定规则,要求市政债券交易数量或者金额大的“经纪商的经纪商”公开发布最佳申卖价与最佳申买价。

(2)增强交易后价格透明度。第一,MSRB 可以考虑要求交易商向其“实时交易报告系统”报告“收益率差价”(yield spread)信息以补充现有的利率、价格与收益率信息。第二,MSRB 应当立即继续升级 EMMA 网站,使散户投资者能更好地获得定价与其他市政债券信息。

(3)强化现有的交易商定价义务。第一,证监会与 MSRB 应当考虑相关举措,提升散户投资者对不同路径买入或者卖出市政债券的认识,以及这些买卖路径的相对优势与劣势。第二,证监会与 MSRB 可以考虑鼓励使用广泛传播报价与提供公平接入的另类交易系统或者类似电子网络。第三,MSRB 应当考虑鼓励或者要求交易商向散户投资者提供与任何市政债券交易有关的定价参考信息。第四,MSRB 应考虑发布更详细的解释性指引,帮助交易商确定一只市政债券的“普遍的市场价格”,目的在于决定向客户提供的价格(包括任何升水或者贴水)是否公平合理。第五,MSRB 应当考虑要求交易商在客户确认无风险做市交易(riskless principal transactions)时,向客户披露升水或者贴水的幅度。第六,MSRB 应当考虑出台规则,要求交易商为客户指令寻

求“最佳成交”。

3. 相关事项动态

《市政债券报告》发布不久,证监会委员 Walter 在一次公开演讲中强调了市政债券披露的“五要五不要”。“五要”包括:一要披露当前财务信息并更新已经过时容易产生误导的财务信息,说清遵循的是何种会计原则,如果这些会计原则不同于 GASB 的 GAAP,应给予解释;二要采取适当措施防止重大不实或者误导性信息的散发,并考虑建立披露控制与程序及财务报告的有效内控;三要增进披露,向投资者提供其需要的信息,比如养老金与医疗保健等方面的重大债务、因募集资金使用等事项导致的免税资格重大风险,以及在设计衍生品交易时披露互换曲线(或者收益率曲线)和任何与互换顾问达成的侧袋协议;四要向投资者显著标明对其有用的信息,使用投资者容易理解的语言,在描述募集资金用途等重要信息时避免复杂、专业、模糊的词语;五要注意谨慎准备自身网站的信息。“五不要”包括:一是在使用经审计财务报告前,不要忘记获得审计师同意;二是在管道融资且有增信措施时,不要在首次发行与持续披露文件中遗漏潜在债务人的情况;三是不要遗漏利益冲突信息,包括导致利益冲突的承销安排,以及互换顾问与独立财务顾问在资格、尽职水平与公正性等方面的信息;四是不要忽视持续披露承诺协议中的义务;五是不要忘记及时、准确、完整地把信息披露在 EMMA 上的重要性。^[55]

2014 年 5 月,证监会委员 Gallagher 在 MSRB 举办的首届市政债券监管者高峰论坛上,在简要强调了“无风险做市交易”、“交易后信息的透明度”、“最佳成交”三个问题之后,重点讲述了养老金与其他退休后救济金债务给市政债券投资者带来的严重威胁,尤其是底特律市破产程序中,养老金债务优先于市政债券获得救济,更增强了这种风险。但是长期以来,属于州法管辖的养老金风险缺乏透明度,导致向投资者隐藏风险,容易引发欺诈。对此,政府会计准则委员会(GASB)已经做了

[55] Commissioner Elisse B. Walter, *Enhancing Disclosure in the Municipal Securities Market: What Now?* The Bond Buyer Presents the 22nd California Public Finance Conference, San Francisco, California.

大量工作,证监会将推进养老金与其他退休后救济金一体化地执行 GASB 制定的准则。^[56]

2014年8月,证监会委员 Piwowar 在一次市政融资会议上,集中说明了市场结构与交易信息透明度改革的进展。^[57] 第一,促进交易商对“无风险做市交易”信息的披露。在现有规则下,与代理交易需要披露手续费的情形不同,在自营交易中即使存在升水或者贴水,交易商向客户披露的手续费为零,导致交易商隐藏从交易中获得的报酬,事实上增加了散户投资者的交易成本。目前,由于成交信息须于事后报告,识别出无风险做市交易的障碍已经消除,已经有条件要求交易商在客户确认无风险做市交易后即告知其升水或者贴水情况。这种情况其实在公司债券市场也存在,希望 MSRB、FINRA 与证监会一道推进相关改革。第二,促进“最佳成交”标准的实施。长期以来,固定收益市场上公司债券与市政债券在成交标准上存在割裂,前者执行 FINRA 的最佳成交标准,后者执行 MSRB 的“公平合理”标准。目前交易商在执行市政债券客户指令时有多种成交渠道,但这并不能保证客户以最佳价格成交。MSRB 已在 2014 年 2 月就这一问题提出了建议性规则草稿,开始征求意见,证监会也关注到执行相关规则可能面临的复杂情况以及公司债券市场在执行最佳成交规则上面临的不确定性。第三,促进交易前信息的透明度。应考虑不至于给市场造成过度负担,赶跑流动性。可从散户参与者较多的小额交易开始,其根本问题是降低市政债券产品设计上的复杂性,提高标准化水平。

(二) 近两年的执法案例

1. 首次因债券披露文件之外的误导性陈述查处市政当局

2013年5月,美国证监会以欺诈性公开陈述为由,起诉宾夕法尼亚州首府哈里斯堡市,称其在财务状况恶化的情况下,向市政债券投资者提供了或者不完整或者过期的财务信息,违反了《证券交易法》Section 10(b)与证监会 Rule 10b-5。

[56] Commissioner Daniel M. Gallagher, *Remarks at Municipal Securities Rulemaking Board's 1st Annual Municipal Securities Regulator Summit*.

[57] Commissioner Michael S. Piwowar, *Remarks at the 2014 Municipal Finance Conference*, presented by The Bond Buyer and Brandeis International Business School.

调查发现,哈里斯堡公用事业局(harrisburg authority)为了升级维修其拥有的资源回收设施,发行了约2.6亿美元市政债券,哈里斯堡市政当局提供一般责任担保。此后,公用事业局的财务状况不断恶化,到2013年3月,哈里斯堡约有1390万美元一般责任债务未能如期兑付,接近破产,被州政府接管。

误导性陈述出现在该市的预算报告、年度与半年度报告以及一份施政报告(state of the city address)中。2009年至2011年,哈里斯堡市未能遵守相关要求,为持有其发行或者担保的巨额市政债券投资者持续提供财务信息与经审计的财务报告。因此,投资者不得不翻查该市的其他公开陈述以了解其财务状况,但是,只从公开渠道获得了很少的财务状况信息。该市互联网站上挂出的2009年度预算报告、2009年度市政报告与2009年半年度财务报告,或者错误陈述,或者未披露有关其财务状况与信用评级的关键信息。证监会执法部市政债券与公共养老金小组组长Elaine Greenberg称,由于该市关于其正在恶化的财务状况信息处于空白状态,投资者不得寻诸于其发布的其他公开信息;虽然这些信息并不是为市政债券交易准备的,但是,市政当局应当能够预见到这些信息公开后会对投资者决策产生影响,因此应当保证不存在误导性陈述。

2009年1月提交2007年综合年度财务报告(CAFR)之后,哈里斯堡就没有提交过年度财务信息或者经审计的财务报告。从2009年7月开始,哈里斯堡应当向EMMA提交诸如本利支付违约与评级变化等财务信息报告与提示,但是,直到2011年3月证监会开始调查时,该市才提交了重大事项通告说明未能提交年度财务信息或者信用评级降级的情况。哈里斯堡未能向EMMA提交其2008年综合财务报告,反而于2010年3月错误地将之提交给此前的披露平台NRMSIR,而且,直到2012年11月,才将2009年综合财务报告提交给EMMA。在此情况下,投资者可能基于不完整或者过期的信息在二级市场买卖证券。为了获取最新信息,投资者不得不查询该市的其他公开陈述。在通过2009年预算的时候,哈里斯堡已经知道公用事业局项目预算赤字,可能不会足额偿付债券本息,但是,其2009年预算未列入保证该市政债券支付的资金;而且,穆迪已在2008年12月将哈里斯堡的一般责任信

用评级降至 Baa1,但是哈里斯堡的 2009 年预算仍将之表述为 Aaa。此外,哈里斯堡 2009 年 4 月在其网站上发布的年度施政报告,仅将市政资源回收设施表述为一个“另外挑战”,“该问题将会被解决”,未提及其已因担保为该市政债券支付了 180 万美元,也未提及其可能需要支付的债务总额,而此时哈里斯堡作为该债券担保人可能将支付 2.6 亿美元。哈里斯堡网站显示的 2009 年半年度财务报告只字未提其为资源回收设施债券进行担保支付的情况,实际上此时其已经支付了 230 万美元,占其一般资金支出的 7%。

本案为证监会首次因证券披露文件之外的误导性陈述起诉市政当局。考虑到哈里斯堡能够配合调查的情况以及为防止进一步证券违法所采取的多种补救措施,双方和解结案。结合此案,证监会依据《证券交易法》Section 21(a)的授权,专门发布了警示性的《宾州哈里斯堡案调查报告:公共官员关于二级市场披露义务的潜在责任》,强调了在联邦证券法下,有关公共官员因市政债券二级市场信息披露义务应承担的责任。^[58] 报告称:公共官员应当注意,其公开陈述,无论书面还是口头,可能影响投资者能够获得的信息总成(total mix of information);应当明白,这些公开陈述如果构成重大误导或者遗漏,将导致联邦证券法反欺诈条款下的潜在责任。早在 1994 年,本会就在有关市政债券参与者反证券欺诈的解释性指引中指出,当市政债券发行人的有关信息“能合理预见将发送至投资者与交易市场,其披露就应遵守证券法反欺诈条款”,“为了减少误导投资者的风险,市政债券发行人应建立相关披露规则与程序,将反映发行人信用可靠性的重大信息传递给交易市场”。两年之后也即 1996 年,本会结合对加州橙县事件的调查发布了《橙县报告》(Orange county report),强调了政府官员在联邦证券法下对市政债券一级发行与披露应承担的责任。与许多一级市场发行披露文件不同,政府官员涉及市政债券二级市场的公开言论,不会受到依据联邦证券披露标准所进行的全面审查。然而,政府官员可能会因这

[58] Report of Investigation in the Matter of the City of Harrisburg, Pennsylvania Concerning the Potential Liability of Public Officials with Regard to Disclosure Obligations in the Secondary Market, <http://www.sec.gov/litigation/investreport/34-69516.htm>.

些言论承担证券法中反欺诈条款的责任。因此,那些被视为知悉市政债券发行人财务状况与经营情况的政府官员,应当三思而后言,保证这些言论不会产生重大错误或者误导。本会2012年7月发布的《市政债券报告》再次强调了这一问题,建议市政债券发行人以及其他参与主体遵守并进一步强化一级发行市场与持续披露中的信息披露政策与程序,这些建议包括采用发行人披露委员会制度以及培训项目等。本案中,从事行政管理的政府官员公开发布了有关哈里斯堡财务状况的、存在重大遗漏或者错误陈述的信息。当时,这些信息出现在哈里斯堡的政府网页上,但是政府官员未采取适当举措,保证其财务报告与其他信息不会产生重大误导。这些错误并非相互隔绝的偶然事件,而是年复一年,反复、连续出现。这些政府官员的陈述,是有关市政债券发行人情况重要信息的主要来源,可以合理预见会对投资者在二级市场上的决策发生重大影响。现在看来,投资者反而希望这些信息根本就没有公开发布。从反证券欺诈的角度评估一项陈述,应基于该陈述做出当时的环境,在市政债券相关主体未做其他披露的情况下,政府官员的言论导致误导或者重大遗漏的风险增大。考虑到这些潜在责任,政府官员应采取措施减少误导投资者的风险。至少,应采取合理设计的政策与程序,保证准确及时完整地披露;确认参与披露程序的人员;在信息公开发布前,评估市政债券发行人已经做出的其他公开披露,包括财务信息与其他信息;确保有关责任人员接受足够的证券法培训。政府官员还应留意本会曾经采取的执法行动与发布的指南,以完善其信息披露政策、程序与控制措施。

2. 首次对市政债券发行人给予经济处罚

2013年11月,美国证监会起诉华盛顿州韦纳奇山谷地区(Wenatchee Valley region)的大韦纳奇活动中心公共设施区(the greater wenatchee regional events center public facilities district),指控其在为建造地区活动中心与冰球场发行市政债券时,误导投资者;证监会一并起诉承销商与项目开发商,以及三位卷入此案的个人。^[59]

[59] SEC Charges Municipal Issuer in Washington's Wenatchee Valley Region for Misleading Investors, http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370540262_235.

发行人是由华盛顿州九个市县于2006年组成的一家市政公司,成立该公司的目的是为了给位于韦纳奇地区的丰田商业中心筹集资金。证监会调查发现,该公司2008年预期债券票据(bond anticipation notes)^[60]发行披露文件存在不准确之处。发行人2008年发行了4177万美元的预期债券票据,2011年12月无力支付本金而违约。尽管一家外部顾问机构两次审查财务预测并对该中心的经济可行性提出了问题,发行人并没有对该中心的财务预测进行独立审查。部分基于当地市政领导人关于社区将支持该项目的乐观保证,财务预测两次被修改上调,但是债券发行的官方陈述并未披露这些修改情况。此外,官方陈述也未披露韦纳奇市的剩余举债能力为1930万美元,无法支持其长期债券。

发行人同意支付证监会提出的2万美元罚款要求并承诺采取补救措施,这是证监会首次对市政债券发行人给予经济处罚。“为了惩治与阻吓此类不法行为,对于市政债券发行人给予经济处罚是适当的,这种处罚应从营运资金中支付,不会直接影响纳税人。”证监会执法部联席主任 Andrew Ceresney 说:“本案中的发行人在其发行文件中隐去了负面信息,给投资者提供了项目未来表现的虚假图像,可谓罚有应得。”不过,有实务界律师基于此发言推测,如果罚款需直接从州地的税收收入中支付,证监会可能就不会罚款了。^[61]

证监会的行政程序还指控了项目开发商及其董事长兼首席执行官、承销商及其首席投资银行家,以及发行人内部负责官方陈述真实性的一名成员。证监会执法部市政债券与公共养老金小组副组长 Mark Zehne 称,承销商的尽职责任非常关键,尤其是在帮助新型市政项目融资的时候,本案承销商未能就官方陈述中的关键性表述求证其合理基础。承销商及其首席投资银行家同意接受公开谴责,分别缴纳30万美元、2.5万美元罚款。证监会责令承销商雇用独立顾问,审查其市政债券承销业务的尽职调查政策与程序、监督政策与程序,首席投资银行家

[60] 预期债券票据(bond anticipation note, BAN),是指在预期将执行较大型债券发行的情况下发行的短期附利息证券。

[61] Shearman & Sterling, *SEC Enforcement Year in Review*, Client Publication, January 2014.

承诺一年内不参与市政债券有关业务。

3. 首次查处不实陈述履行持续披露承诺情况

2013年7月,证监会指控印地安纳州的 West Clark 学区及其承销商,称其向债券持有人错误地声称,该学区根据上次债券发行文件要求恰当地提供了年度财务信息与提示。当事人与证监会和解,学区与承销商分别同意接受停止与戒绝违法令,承销商还同意没收 279,446 美元收入并接受 30 万美元罚款。^[62]

证监会调查显示,2007年该学区发行了 3100 万美元债券,承销商是位于印第安纳波利斯的“城市证券公司”(City Securities Corporation),官方陈述称发行人已经履行了此前承诺的持续披露义务,而事实上,学区在 2005 年发行 5200 万美元市政债券后,未提交过任何年度报告或者临时提示,城市证券公司也未进行充分的尽职调查去发现这一不实陈述。证监会并指控城市证券公司公共金融与市政债券部门的负责人 Randy Ruhl 应为此承担责任。证监会的调查进一步发现,城市证券与 Ruhl 向发行人的代表提供非正常的礼品与报酬,最后将这些开支以及其他五花八门的支出,冒充“打印、备办与分发官方陈述”费用交由发行人承担。Ruhl 上交 20,320 美元违法所得与 18,155 美元罚款与证监会和解结案。^[63]

证监会执法部联席主任 Ceresney 说:“这是证监会首次对债券发行人不实陈述此前持续披露义务履行情况采取执法行动,承销商及其负责人未能尽职发现,也应担责。”执法部市政债券与养老金小组组长 Elaine Greenberg 说:“城市证券滥用其承销商地位,把与债券发行无关的支出从发行筹资中支付,同时,城市证券向发行人的代表提供贵重奢侈礼品,比如多日高尔夫旅行与多个体育赛事入场券,违反了 MSRB 的 G-20 规则。”

正如证监会《市政债券报告》所指出的,许多发行人虽未履行持续

[62] SEC Charges School District and Muni Bond Underwriter in Indiana with Defrauding Investors, In the Matter of West Clark Community Schools, AP File No. 3 - 15391 (July 29, 2013).

[63] In the Matter of City Securities Corporation and Randy G. Ruhl, AP File No. 3 - 15390 (July 29, 2013).

披露义务但是谎称履行的情况是大量存在的。证监会曾经强调,债券发行人履行其持续披露义务的可能性,是评估债券契约的关键因素;承销商形成合理基础信赖发行人披露文件真实准确的责任,也从终版官方陈述的关键表述,拓展至发行人对其以往遵守持续披露承诺情况的陈述。Rule 15c2-12 的相关条款,旨在督促发行人承担起在市政债券二级市场上的披露责任,同时帮助承销商与其他参与者评估发行人披露陈述的可靠性。承销商在没有积极查询发行人持续披露历史的情况下,能否形成合理基础以信任发行人关于持续披露情况的陈述准确完整,颇值怀疑,承销商不能仅依赖发行人所做的已经提供所有报告与提示的书面保证。

4. 迈阿密市隐瞒划拨资金夸大经营形象违反禁令再次被诉

2013年7月,美国证监会以多次市政债券发行与其他披露事项中的欺诈为由,起诉迈阿密市与其前预算主管 Michael Boudreaux。调查显示,迈阿密市2009年三次发行总计1.5亿美元的市政债券时,对基金间挪用资金事项(inter fund transfers)存在重大虚假、误导性陈述与遗漏;与此类似,该市向包括此前认购其市政债券的投资者在内的投资公众广为散发的2007年、2008年综合年度报告,也加入了虚假与误导性信息。Boudreaux精心策划,从该市“设备改建基金”(capital improvement fund)向“普通基金”(general fund)划拨了3750万美元,企图掩盖普通基金出现的赤字,而这正是投资者与债券评级机构评判其财务健康程度的关键指标。迈阿密市没有向投资者披露,这些被挪用的资金包含了该市立法禁止与其他资金或者收入混合的资金,这些资金均已有特定项目的用途,年底前就要支付,有些是已经投入项目的资金。挪用安排使迈阿密市达到或者近乎达到其自己设定的普通基金准备金指标,从而赢得了正面评级。

证监会还指控迈阿密市违背了其2003年因类似事项遭受证监会发布的禁止令,这也是证监会首次指控一家市政当局违背禁止令。“迈阿密市积极向投资者兜售债券,却隐藏了基金间划拨的真正原因,意在夸大其主要经营基金的形象。在该市因类似行为被证监会惩戒后数年,其官员竟能够再次向投资者作虚假误导性披露,这是令人震惊与不能容忍的,涉案的个人也应承担相应责任。”证监会执法部联席主任

George Canellos 称。证监会指控被告违反了《证券法》Section 17(a)、《证券交易法》Section 10(b)、Rule 10b-5, 请求发布禁令并给予经济处罚。^[64] 目前, 该案还在佛罗里达南区联邦法院的诉讼程序中。^[65] 这种市政债券发行人不谋求和解的情形是不多见的。

5. 发行文件虚增物业估值及承销商中饱私囊

2013年4月, 证监会指控加州 Victorville 市及其官员、南加州后勤机场管理局(the Southern California Logistics Airport Authority)与承销商 Kinsell, Newcomb & DeDios(KND)通过虚增物业估值的方式欺骗投资者, Victorville 市市长助理(Assistant City Manager)、前经济开发主管 Keith Metzler, KND 的老板 J. Jeffrey Kinsell、副总裁 Janees Williams 应为机场管理局 2008 年市政债券发行文件中的虚假误导性陈述承担责任。

证监会称, 该市控制的机场管理局承担了多个重建工程, 包括在一个以前的空军基地上建造 4 个飞机库。机场管理局通过发行增税债券(tax increment bonds)为这些工程融资。重建工程所在区域物业估值上升带来的物业税增加, 是该债券偿付与担保的唯一资金来源。后来, 为给这些飞机库以及其他工程后续融资, 机场管理局被迫补发新债券。新债券的本金额度部分系基于 Metzler、Williams 与 Kinsell 对飞机库 6500 万美元的估价, 但是他们知道县评税员的估价尚不及该数字的二分之一。虚增的数字使机场管理局得以大幅增加发债数量与筹资额。但是, 这意味着在债券安全性上向投资者提供了虚假信息。

证监会还发现 Kinsell、KND 及公司的另一人为保持 KND 的流动性, 还通过关联方盗用了 270 多万美元的债券募资。盗用伎俩肇始于 Kinsell 发现承揽飞机库项目的工程承包人很可能将债券募资挪作私用, 该工程承包人被取代后, Kinsell 介入, 通过其下属的另一家并没有建筑施工经验的公司 KND Affiliates 对飞机库工程实施监理。机场管理局将 6000 万美元债券募资借给 KND Affiliates, 同时承诺作为对工程

[64] SEC Charges City of Miami and Former Budget Director With Municipal Bond Offering Fraud, <http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370539727618>.

[65] SEC v. City of Miami, No. 1:13-cv-22600-CMA (S. D. Fla. Filed July 19, 2013).

的补偿,KND Affiliates 将会收到一份相当于剩余施工工程成本 2% 的施工管理费。但是,Kinsell 与 KND Affiliates 却另外收取了 45 万美元附加的工程监理费与 230 万美元的费用,机场管理局不知悉也从未同意这些据称是作为所谓“管理”飞机库补偿的费用。Kinsell 与 KND Affiliates 向机场管理局的代表与负责审查 KND Affiliates 账目的审计师隐瞒了这些费用。

“通过虚增物业估值的方式发行市政债券为重建工程融资,违背了公众信任,也违反了联邦证券法反欺诈条款的规定”,证监会执法部联席主任 George Canellos 说,“与公司高管一样,政府官员也应向投资者如实陈述。”证监会执法部市政债券与公共养老金小组组长 Elaine Greenberg 说,“投资者有权要求充分披露关联方达成的重大财务协议,那些通过收取未经批准费用中饱私囊的承销商必须承担责任。”

证监会指控机场管理局、Kinsell、KND 与 KND Affiliates 违反了联邦证券法反欺诈条款,KND 违反了《证券交易法》15B(c)(1)、MSRB 规则 G-17、G-27 与 G-32(a)(iii)(A)(2),Victorville、Metzler、KND、Kinsell 与 Williams 帮助教唆多项违法行为,请求对这些违法者实施没收违法所得、罚款以及禁入等处罚,并请求责令作为救济被告(relief defendant)的 KND 母公司 KND Holdings 返还违法所得。^[66]

6. 发行文件隐瞒发行人官员的利益冲突交易

2014 年 6 月,证监会指控芝加哥一家运营特许学校(Charter School)的非营利机构,在一笔 3750 万美元的债券发行中,隐瞒利益冲突交易,也未告知投资者这一利益冲突交易可能对其偿债能力造成负面财务影响,构成欺诈债券投资人。^[67]

涉案机构为芝加哥的“联合社区组织”(United Neighborhood Organization, UNO),其运营为西班牙裔美国人提供教育机会的 UNO 特许学校网络公司(Charter School Network Inc.)。证监会指控,2010

[66] SEC Charges City of Victorville, Underwriter, and Others with Defrauding Municipal Bond Investors, <http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171514980>.

[67] SEC Charges Charter School Operator in Chicago With Defrauding Bond Investors, <http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370541965772>.

年与2011年,为建设三所学校,UNO与伊利诺伊州商业与经济机会部(IDCEO)达成两项拨款协议(grant agreements)。每项协议都包含一条要求UNO保证在签订协议时不存在利益冲突事项,此后如果出现任何已经发生或者潜在的利益冲突事项,UNO必须马上书面通知IDCEO;如果UNO不遵守该利益冲突条款,IDCEO可以暂停拨款并且收回已经拨付的款项。2011年与2012年进入建设阶段后,UNO未遵守上述条款。UNO与其首席运营官的兄弟们所有的两家公司订立合同,同意支付一家公司约1100万美元,由其供应、安装窗户,支付另一家公司约190万美元,由其在施工期间担任业主代表,UNO未向IDCEO书面报告任何一项交易。

2011年10月,UNO发行了3700万美元市政债券。官方陈述专章说明了利益冲突政策,UNO肯定地向投资者保证,其利益冲突政策要严于对非营利组织的要求。但事实上,UNO未披露上述首席运营官一位兄弟所有的公司担任业主代表事项,而这位兄弟以前也是UNO董事会的一员;UNO更未披露与首席运营官的另一位兄弟所有的窗户公司之间的这笔更大交易。此外,官方陈述未在任何地方披露UNO在2010年与IDCEO签署拨款协议时已经违反了利益冲突条款,虽然此时它已经与上述两个公司发生交易,但未书面告知这些事项。UNO也未在官方陈述中披露,如不遵守利益冲突条款,IDCEO有权收回全部拨款;一旦IDCEO这样做,UNO为归还拨款就不得不将特许学校清盘,而这恰恰是其赖以获取收入偿付债券的基本资产。

“对市政债券投资者来说,债券发行人官员的利益冲突与自我交易,可能属于重大信息,发行人与承销商在发行文件中应对此给予适当关注”,证监会执法部市政证券与养老金小组负责人LeeAnn Gaunt说,“不披露这些重要信息,会挫伤市政债券市场投资者信心,使地方政府项目面临失去这一重要资金来源的风险”。证监会诉称UNO违反了《证券法》Section 17(a)(2),UNO与证监会达成和解,承诺改进内部程序加强培训,并任命一位独立监督人。

7. 发行人隐瞒融资目的并挪用募集资金

2014年6月,证监会取得法院临时禁止令(temporary restraining order),禁止伊利诺伊州Harvey市发行或者出售任何市政债券,这是证

监会首次为叫停市政债券发行申请临时禁止令。

该市在 2008 年、2009 年、2010 年发行了市政债券,发行文件所述的目的是开发建设一个度假酒店综合体。这些债券在性质上并非一般责任债券,而是用专项税收收入偿付的有限责任债券(limited obligations bonds),比如汽车旅馆税、营业税或者该市为开发建设度假酒店工程创设的增值税。因此,对债券投资者来说,债券发行与其所述目的是否一致,募集资金是否实际用于酒店开发,显得十分重要。因为工程资金支持情况与进度,会严重影响来自该项目的税收收入与用于偿付债券本息的资金数量。在过去的数年中,该市及其审计官 Joseph Letke,出于非正当、未披露的目的,策划挪用债券融资资金,至少有 170 万美元被用来支付该市的运营费用,比如支付工资,而且至少有 26.9 万美元直接流入了 Letke 的个人腰包。受资金挪用影响,酒店重建项目成为烂尾楼。证监会称发行文件初稿对债券发行目的与风险做了重大误导性陈述,而且隐瞒了此前债券筹资被不当使用的情况,指控 Harvey 市与 Letke 违反了《证券法》Section 17(a)、《证券交易法》Section 10(b)与 Rule 10b-5,申请法院发布临时禁止令,Harvey 市同意接受。此外,为了防止 Letke 挥霍非法所得,法院禁止其进行高消费活动。证监会将进一步调查。^[68]

8. 伊利诺伊州、堪萨斯州发行文件隐瞒养老金债务风险

2003 年、2004 年,伊利诺伊州、堪萨斯州先后因市政债券发行文件隐瞒养老金债务情况受到证监会查处,这也是继 2010 年查处一个州也即新泽西州之后,证监会以违反联邦证券法为由第二、第三次查处一个州。这三个州被查处均是源自市政债券发行文件对本州养老金债务风险的披露存在问题。

根据证监会 2013 年 3 月对伊利诺伊州的指控,该州在 2005 年至 2009 年年初发行累计超过 22 亿美元的市政债券时,未向投资者披露其法定养老金计划已经远不足以支付养老金债务、总体财务状况风险

[68] SEC Press Release, SEC Obtains Court Order to Halt Fraudulent Bond Offering by City of Harvey, Ill. (June 25, 2014), available at www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370542163027.

增大,还在法定养老金计划变化导致的后果上误导投资者。具体情况是,该州在 1994 年实施的《伊利诺伊州养老金资金提供法案》中建立了一个 50 年期养老金缴款进度表,此后情况证明该进度表既不足以覆盖当期的效益成本也不足以分期支付该计划的未备精算债务。该法定计划在结构上不足以支付州养老金债务,并将大部分养老金缴款推延至遥远的未来。这种结构对养老金系统与州支付相应养老金债务的能力造成很大压力,状况越来越糟。尽管该州向投资者披露了养老金计划尤其是 2005 年实施的养老金假期的变动情况,但未披露这些变化对养老金缴款进度与支付养老金债务能力造成的影响。误导性陈述根源于体制性失败,如没有采纳或者实施足够的控制、政策或者程序以保证有关州养老金计划的重大信息汇集并传达给负责市政债券披露的责任人,也未对涉及披露过程的人员进行足够培训或者聘请披露顾问。

鉴于该州从 2009 年开始实施了多项整改措施并配合调查,其接受停止禁止令与证监会和解。时任证监会市政债券与公共养老金小组负责人 Elaine Greenberg 说:“无论选择何种方式提供资金,市政债券发行人必须准确完整地披露养老金情况,包括养老金计划重大变化造成的影响。”^[69]

2014 年 8 月,美国证监会依据全国范围的市政债券发行文件披露情况大检查,指控堪萨斯州未披露其养老金债务存在严重缺口,以及该缺口给市政债券投资者带来的偿债风险。^[70] 根据指控,堪萨斯州及其下属机构通过管道融资平台“堪萨斯发展融资局”(Kansas Development Finance Authority, K DFA),从 2009 年至 2010 年陆续发行了累计 2.73 亿美元的市政债券。按照当时的一项研究,堪萨斯公共雇员退休系统(the Kansas Public Employees Retirement System, KPERS)是该州第二大存在支付缺口的养老金。但是,在市政债券发行文件中,堪萨斯州并未披露这一情况,也未披露这一缺口导致的偿债风险,即州立法机构将拒

[69] SEC Press Release, *SEC Charges Illinois for Misleading Pension Disclosures*, available at <http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171513202>.

[70] SEC Charges Kansas for Understating Municipal Bond Exposure to Unfunded Pension Liability, <http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370542629913>.

绝批准用于偿付债券本息的支付。未披露这一重大信息的原因在于相关程序不完善,以及 K DFA 与负责提供该等信息的堪萨斯州行政部(Kansas Department of Administration)之间缺乏沟通。“堪萨斯州未在债券发行文件中充分披露其数十亿美元的养老金债务,给投资者带来的是该州财政与偿付能力的不完整图像”,证监会执法部市政证券与公共养老金小组组长 LeeAnn Ghazil Gaunt 称。

堪萨斯州采取了新的政策与程序,保证养老金债务得以在市政债券发行文件中妥当披露;指定州相关机构中的责任主体,要求这些机构密切沟通、加强合作,成立了披露委员会,对关键职员进行年度培训。双方和解,堪萨斯州接受停止与禁止令,保证不再违反《证券法》Sections 17(a)(2)与(3)。“我们乐于看到执法行动敦促那些没有让投资者知悉重大偿付风险的州披露养老金债务情况”,时任证监会执法部主任 Andrew Ceresney 称,“必须向投资者提供足够的信息,使其评估在具体州的总体财政状况下养老金债务的影响。”

9. 高盛公司违反“付费入场”规定被处以巨额罚没款

2012年9月,证监会指控高盛(Goldman, Sachs & Co.)及其前投资银行家违反 MSRB“付费入场”规定,未披露向时任马萨诸塞州财务长 Timothy Cahill 竞选州长提供捐赠的情况。该案系证监会首次认定以非现金的实物捐助(in-kind)支持政治竞选违反“付费入场”规定,也是对“付费入场”行为处以的史上最高额罚没款。^[71]

“付费入场”包括竞选捐赠与提供其他支付,以谋求捐赠对象对获取赚钱证券承销公共合同施加影响。证监会指称,Neil Morrison 是高盛公司波士顿办公室的副总裁,从2008年开始向马萨诸塞州财务长办公室争取市政债券承销业务。随后直至2010年,Morrison 深度参与了 Cahill 的竞选工作,包括筹款、起草演讲词、沟通记者以及与至少一名潜在竞选伙伴会商。Morrison 多次在高盛办公室的工作时间,使用公司电话与电子邮件组织竞选活动。除直接参与 Cahill 的竞选活动外,

[71] SEC Charges Goldman Sachs and Former Vice President in Pay-to-Play Probe Involving Contributions to Former Massachusetts State Treasurer, <http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171485032>.

Morrison 还把现金交给一位朋友,由这位朋友向竞选活动开具支票,以间接手段提供现金资助。Morrison 在争取承销业务时,多次提及其参与竞选活动的事情,明显是想在遴选程序中请求关照。比如,Morrison 在发送给 Cahill 办公室副财务长的电子邮件中讨论承销商遴选事宜时称,“老板(Cahill)今天早上向我提及,他已经给助理财务长说了,在 BAB 债券(Build American Bond)业务上看好我们公司;我们讨论了谋求 BAB 债券交易及这项交易对我多么重要,这是我的首要任务和最主要的请求。”

证监会认为,Morrison 为竞选活动占用高盛的工作时间与资源,构成了高盛公司对 Cahill 竞选活动有价值的实物捐助。按照规定,自捐助后两年内,高盛公司已经无资格参与马萨诸塞州某些市政债券发行人的市政债券承销,但是,高盛随后仍参与了 30 宗应被禁止的市政债券承销,获取了 750 万美元承销费。高盛公司在相关市政债券发行中,没有披露这些利益冲突情况。Morrison 也知道这属于利益冲突,他在写给一位竞选官员的电子邮件中称,“我正在银行工作,不想让人说我在帮 Cahill,他正在给我银行业务。如果这事传出去,我敢说我就不会再得到任何业务。”2010 年年底,高盛将 Morrison 辞退。

证监会认定,高盛违反了《证券交易法》Section 15B(c)(1)与 MSRB 规则 Rule G-37(b),这些规定要求承销商为市政债券发行人的官员提供任何捐助之后的两年内,不得承销该市政债券发行人的发行;高盛未按照 MSRB 表格 G-37 对捐助事项进行任何披露,也未制作与保存捐助记录,触犯了 MSRB 规则 Rules G-37(e)、G-8 与 G-9;高盛也未采取措施保证涉案捐助、竞选工作或由此引致的利益冲突在债券发行文件中披露,触犯了 MSRB 规则 Rule G-17,该规则要求经纪交易商公平交易,不实施任何欺骗、不诚实或者不公平的行为;高盛未能有效监督 Morrison 的行为,触犯了 MSRB 规则 Rule G-27。对 Morrison,证监会认定,其向 Cahill 秘密提供未经披露的现金竞选捐助,触犯了 MSRB 规则 Rule G-37(d);为 Cahill 拉竞选捐助,触犯了 MSRB 规则 Rule G-37(c);未向市政债券购买者披露利益冲突,触犯了 MSRB 规则 Rule G-17;Morrison 还导致高盛触犯相关规则。

对高盛的指控以和解结案,对 Morrison 的指控尚在诉讼程序中。高盛缴纳了 1200 万美元罚没款,接受公开谴责,承诺今后不再违反证监会处罚决定中引用的条款。此系证监会对违反“付费入场”规定行为处以的最高额罚没款。时任证监会执法部主任 Robert Khuzami 称:“‘付费入场’规则非常明确,市政债券融资领域的专业人士动用其公司资源支持政治候选人竞选,损其本人也损害雇主。”时任执法部市政证券与公共养老金小组负责人 Elaine Greenberg 补充道:“严厉打击对承销业务遴选程序施加不当影响的行为,是本小组的一项重点工作。这类行为导致未披露的利益冲突,侵蚀了公众对市政证券市场健全的信心。”

(三)2014 年年初发布《市政当局持续披露合作敦促书》

2014 年年初,证监会执法部发布了《市政当局持续披露合作敦促书》(Municipalities Continuing Disclosure Cooperation Initiative)^[72],旨在遏制广泛存在的市政债券发行人与承销商违反联邦证券法、不准确陈述发行文件所承诺的持续信息披露义务履行情况。依据敦促书,发行人及参与发行的责任人员与承销商,如果在半年内向执法部主动坦白不实陈述持续披露义务履行情况,执法部将接受对其优惠的和解条件。敦促期始于 2014 年 3 月 10 日,终于 9 月 10 日,此后又延迟至 12 月 1 日。

《证券交易法》Rule 15c2 - 12 一般性地禁止任何承销商承销与出售市政债券,除非发行人已经承诺对发行人及债券情况,包括财务状况信息、经营数据作持续披露;Rule 15c2 - 12 还一般性要求官方陈述描述此前五年内,发行人在所有重大方面未能按此前承诺进行持续信息披露的任何情况。如有不实陈述,证监会将依据《证券法》Section 17 (a)与/或者《证券交易法》Section 10(b)采取执法行动。在此情形下,承销商如果未能足够尽责以判定发行人是否遵守了持续披露义务,未能形成合理基础确认发行人官方陈述这一关键事项的真实性,也会触犯联邦证券法下的欺诈条款。

[72] <http://www.sec.gov/divisions/enforce/municipalities-continuing-disclosure-cooperation-initiative.shtml>.

市政当局持续披露合作(MCDC)敦促书的主要内容包括:(1)谁应考虑主动坦白。包括在终版官方陈述中对此前履行持续披露义务情况做过重大不准确陈述的发行人,以及该债券发行的承销商,既包括承销团中的主承销商,也包括独立承销商,既包括竞争式承销,也包括协议式承销。(2)主动坦白的内容。(3)和解条件。对于适格发行人,免于民事罚款;对于适格承销商,如果发行规模不超过3000万美元则民事罚款为2万美元,发行规模超过3000万美元则民事罚款为6万美元,合计民事罚款金额不超过50万美元。对于不主动坦白的发行人,可能会给予金钱处罚;对于不主动坦白的承销商,金钱处罚可能会超过上述限额。(4)不适用于个人责任。该敦促书仅适用于适格发行人与承销商,并不适用于发行人或者承销商的责任人员,比如市政官员与承销商的雇员。对这些人员,执法部将区分个案情况,衡量主观蓄意程度、配合执法情况等因素确定责任。

2014年7月,证监会迎来了首宗敦促书案件,即加州的一个学区 Kings Canyon Joint Unified School District 案。证监会发现, Kings Canyon 学区在其2006年至2007年三次市政债券发行中,承诺履行持续披露义务。2010年, Kings Canyon 准备再次发行680万美元市政债券,须说明遵守承诺情况。其在发行文件中向投资者确认,“在过去五年中,在所有重大方面,不存在未遵守此前持续披露义务的情形。”但是,这一陈述并不正确,因为至少从2008年至2010年,该学区并未按要求提交披露文件。

Kings Canyon 既未承认也未否认这些事实,同意接受停止与戒绝令,承诺制定履行持续披露义务的书面政策,配合执法部的后续调查,并在以后的债券发行资料中披露与证监会的这一和解情况。“健全的市政债券市场要求发行人小心履行所有的信息披露义务”,证监会执法部主任 Andrew Ceresney 说:“MCDC 举措只是我们敦促发行人切实履行义务的一个方面努力。”执法部市政证券与公共养老金小组组长 LeeAnn Ghazil Gaunt 说:“MCDC 项目的重要一环,就是向那些正在接受调查的发行人提供一个接受标准条款、以公平高效方法解决其问题的途径。我们很高兴该学区利用此项目,我们将继续鼓励所有适格的

发行人与承销商能够在 MCDC 有效期内利用此机会。”^[73]

四、总结与借鉴

我国市政债券市场尚处在萌芽状态。美国是联邦制国家,我国是单一制国家,两国政治经济体制、政府管理体制不同,证券市场、债券市场、市政债券市场的历史发展路径也存在较大差异。但是,作为世界上两个最大的经济体,两国同样面临中央与地方财权与事权的划分,地方政府需要通过发行债券募集资金,而且以总体上看,两国证券立法与监管执法均采用集中统一体制。因此,美国的经验,虽不能完全、当然适用于我国,但至少在证券立法与监管执法上,可以起到“他山之石”和“旁敲侧击”的作用。

(一) 勿忘保护投资者权益

正如股票市场、公司债券市场等资本市场其他组成部分一样,投资者也即债券持有人是市政债券市场得以存在与发展的“衣食父母”。也如资本市场其他组成部分一样,市政债券市场存在不同的市场参与者与利益相关者,多种类的参与者有着不同的参与动机与利益诉求。但是,无论发展市政债券市场的肇因如何、主要目的何在,能否吸引并留住投资者,是发行人与其他市场参与者利益诉求得以实现的根基。

纵观美国证券法对市政债券领域的逐步“介入”史与美国证监会对市政债券市场的逐步“渗透”史,以“事件驱动”为契机、以“保护投资者权益”为支撑的特征比较明显。1975年纽约市市政债券发生违约后,国会推出《证券法1975年修正案》,使美国证监会获得了“有限监管权”。1983年华盛顿公共电力供应系统市政债券发生违约后,美国证监会发布的《证券交易法》Rule 15c2-12,强制承销商审查并披露市政债券发行文件。1994年加州橙县财政破产案发生后,美国证监会修

[73] SEC Press Release, *SEC Charges California School District with Misleading Investors* (July 8, 2014), available at <http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370542256676>.

订 Rule 15c2 - 12, 准强制性地要求发行人在市政债券存续期内持续披露财务报告等信息。2008 年金融危机后,《多德—弗兰克法案》要求市政债券顾问在证监会注册,并责成有关方面就是否放松禁止证监会要求市政债券注册的规定、如何增强市场透明度与流动性等研提建议,为完善立法与加强监管做了铺垫。还有一点,1986 年《税收改革法案》的出台,使市政债券的主要持有者由商业银行迅速转化为散户投资者,此后,证券立法与监管执法对市政债券投资者保护的关注程度与介入力度明显增强。

我国近年包括 2014 年密集出台的涉及市政债券的文件,对投资者保护着墨不多或者根本没有提及。但是,证券立法与监管执法不能也将其遗忘。如果说在初始发展阶段我国市政债券市场尚属机构间市场、小众市场,投资者保护任务还不那么迫切的话,随着自发自还试点范围的横向扩张与纵向深化、市政债券利息所得税优惠等一系列政策的推出,市政债券市场从一个小众市场走向大众市场,从机构间市场走向散户参与度较高的市场(散户直接参与或者通过基金产品参与),不会等待太长时间。央行高级官员也撰文建议“借鉴国际经验,通过税收优惠等措施鼓励当地居民投资本地市政债,发挥投资者约束作用,拓宽居民财产性收入渠道。”^[74] 建议证券立法与监管执法在保护市政债券投资者权益上考虑以下几点:第一,公法保护应与信用评级、增信机制等市场化保护手段和民事索赔、破产重整等司法保护手段相结合。第二,市政债券的投资者保护机制既有别于股票市场也有别于公司债券市场。第三,市政债券投资者保护应注意与其他市场参与者利益诉求的平衡、折中乃至妥协。第四,市政债券投资者保护应当进行成本效益分析,以免“水至清则无鱼”。

(二) 明确证券监管机构的权限

“名不正则言不顺,言不顺则事不成。”美国两个证券大法立法之初,就将市政债券发行人概括性地豁免适用除了反欺诈条款之外的所有条款,美国证监会对发行人的监管,是一步步争取立法授权,不断创

[74] 潘功胜:“建立规范透明有约束力的地方政府融资机制”,载《人民日报》2014 年 6 月 30 日版。

制间接手段,逐渐实质性介入。美国证监会虽对市政债券发行既不“审批”也不要求“注册”,但是,通过对承销商与承销活动的监管,强制性地要求市政债券发行人、债务人真实准确完整地披露发行文件,准强制性地要求发行人、债务人履行与承销商签订的持续披露承诺,事实上主导了相关披露规则的制定,并以反欺诈条款为武器,通过事后执法促进相关规则在前端得到执行。而且,正如其《市政债券报告》所建议的,美国证监会正在谋求对发行披露与持续披露的直接监管权,以及主导制定市政债券发行人财务报告准则与要求提交审计的权力。

我国似乎没有必要绕这样一个大弯。在我国债券市场“多龙治水”、银行间市场与交易所市场割裂的状况下,或者更准确地说是在多个部门把关“市场准入”的状况下,债券市场监管体制的具体设计商不明朗,市场存在多种猜测。^[75] 不过,统一监管是大势所趋。对于市政债券市场的监管问题,建议考虑三个方面:第一,如果《证券法》将市政债券纳入“证券”的范围,则除非立法上明确排除,“国务院证券监督管理机构”对市政债券的发行与交易应具有当然的监管权。第二,在金融监管领域,宏观审慎监管与微观行为监管的分立,已经是国际上普遍接受与采纳的做法,宏观审慎监管部门过度介入市场主体微观行为的监管,似乎不符合潮流。第三,一个只管生育不管教养的市场,注定不会繁荣不会长久。除了说教以外,事中监管与事后执法是教养的主要手段。在出现欺诈的情况下,仅靠宣誓性、无厘头的“依法严肃处理”、“严格追究法律责任”不能解决问题,靠的是法律法规有明确的处罚依据、量罚幅度,以及相匹配的监管执法队伍、监管执法能力与监管执法手段。去年以来的“债券市场监管风暴”,多多少少反映出一些问题。目前,在事前“准入”环节,属于发改委领地的城投债采用审批制,属于

[75] 近日,国家发改委给地方发改委下发了一封《关于试行全面加强企业债风险防范的若干意见的函》,引发业内关于企业债发行易主的猜想,后来证明是虚惊一场。目前3万亿存量企业债当中,近八成都是地方政府融资平台债券。有评论认为,地方城投债将逐渐被市政债和项目收益类债券取代,而这部分债券的发行审批将划拨至财政部。参见覃荪:“发改委暂停受理企业债发债申请 审批权或将易主”,载《第一财经日报》2014年10月15日版;陈岩:“发改委暂停企业债申请‘虚惊一场’发行改革呼声渐高”,载《金证券》2014年10月16日版。

中国银行间市场交易商协会领地的项目收益票据采用注册制,属于财政部领地的地方政府债券自发自还试点是“在国务院批准的发债规模限额内”,试点地区“自行组织本地区政府债券发行”,并无提交审批或者注册要求。这种状况存在两个方面的问题:一是三部门本能地侧重于自己的主管事务,可能有意无意地忽视投资者保护问题;二是未来也面临相关规则、标准的统一,同类发行人应适用相同的规则与标准。这两个问题,均要求证券监管部门不能长期游离于市政债券准入环节之外,在一些规则与标准制定上甚至应起到主导作用。而参与市政债券市场事中监管与进行事后执法,更是证券监管部门的本职所在、能力所及。在前端准入环节因种种因素暂时无法“统一”的情况下,通过事中共事后监管尤其是事后执法“反推”、“倒梳”前端准入,从而逐步“捋顺”监管体制,不仅可适用于市政债券市场、债券市场,也同样适用于整个金融市场监管体制的变革,如大部制、“三会合一”。

(三) 以信息披露为本

美国证券立法之初,就没有授权任何联邦部门对市政债券进行“审批”或者“注册”,此后国会对实行“注册制”监管的动议或者倾向一直保持防备、慎思。《1975年证券法修正案》虽授权证监会对市政债券市场进行“有限监管”,国会也提防证监会可能滥用这种有限监管权,手伸得过长,为此同步佐之以“Tower修正案”,明确禁止证监会与MSRB要求市政债券发行人在任何市政债券发售前,直接或者间接向证监会或者MSRB提交任何申请、报告或者文件。因此,证监会的视野与触角,本能地也是不二地投向了信息披露。统览证监会对市政债券市场的监管与执法,基本上是以信息披露为抓手、以信息披露为中心展开的。从未来方向看,尽管证监会正在建议国会授权其直接要求市政债券发行人披露发行文件并进行持续披露,但同时明确表示不会因此谋求废除或者改动Tower修正案,也即不会要求市政债券由非注册证券变为注册证券。不过,证监会建议对本质上不属于“市政机构”的管道融资者,取消注册豁免。

在目前我国行政管理体制改革放松管制加强监管以及股票发行注册制改革的大背景下,对市政债券实行审批制管理已经明显不合时宜,同时,鉴于市政债券在信息质量、风险收益水平介乎国债与公司债券之

间,要求每单市政债券发行均到某个或者某几个部委“注册”似乎也不是好的选择。财政部对自发自还试点发行地方政府债券既不“审批”也不要求“注册”,而是于2014年6月配套发布了《关于2014年地方政府债券自发自还试点信息披露工作的指导意见》,昭示着我国市政债券监管的基本路径。不过,如同美国证监会意欲取消管道融资市政债券的注册豁免一样,我们也同样面临界定、甄别任务,只有那些真正的“政府债务”、“政府债券”才可取得注册豁免。长期以来,我国市政性质债务与公司企业债务存在比较普遍的角色“混同”与“反串”情况,导致责任不清与较大程度的信用风险、道德风险感染隐患,无怪乎《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》首当其冲的要求就是“明确政府和企业的责任,政府债务不得通过企业举借,企业债务不得推给政府偿还,切实做到谁借谁还、风险自担”。因此,对不具有“政府属性”、伪装为市政债券的公司企业债券,仍应实行注册制管理。除此之外,市政债券监管的主要手段就是制定信息披露标准并保障这些标准得到切实执行。

上述财政部发布的《关于2014年地方政府债券自发自还试点信息披露工作的指导意见》,已经为市政债券披露提供了较好的雏形,明确了地方政府债券信息披露的基本原则与义务主体、指定信息披露平台、发行前、发行日、债券存续期与相关重大事项信息披露的主要内容与时限要求,鼓励自愿披露,并规定“所披露或出具的信息如含有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏,应承担相应责任。”标普随后发布的《中国在发展市政债市场方面仍面临许多工作》报告认为:“最新的地方政府发债试点办法显示出中央政府对于透明度日益重视。”^[76]但是,总体上看,试点地区披露的发债信息尚不完备,距离真正的市场化要求还有不小距离。目前,市政债券信息披露的首要与迫切任务是制定政府财务会计准则,建立权责发生制的政府综合财务报告制度,全面反映政府的资产负债情况。财政部官员透露,目前财政部正在“建立一套相应的由基本准则和具体准则组成的政府会计体系,同时正在着手成立政府

[76] 于舰:“提高透明度是地方政府自主发债最大亮点”,载《第一财经日报》2014年5月29日版。

会计委员会。”^[77]资产负债表有助于投资者在最短时间内了解发债主体的财政或经营状况,是衡量债券质量的关键指标,地方政府的财政预决算表在一定程度上体现了现金流入和流出。另一个重要问题是评级管理与评级信息的使用。从美国的情况看,评级机构在引发金融危机中的不光彩角色使其地位大打折扣,近年来,出于对评级可靠性的担忧,机构投资者越来越少用评级判断借款人的信用质量,而个人投资者进行投资决策时仍比较依赖评级结果。从我国情况看,财政部也于2014年6月配套发布了寥寥数言的《关于2014年地方政府债券自发还试点信用评级工作的指导意见》,自发还试点地区均引入了债券评级,但基本上形式意义大于实质意义,今后的任务应是在提高评级水平、评级质量,增强评级可信度、可靠性的同时,引导投资者不过分依赖评级结果。

(四) 倚重自律监管

美国证监会对市政债券的监管有“左膀右臂”,就是两个重要的自律监管机构“市政债券规则委员会”与“金融业监管局”;还有众多的“拥趸”,就是一些专业性的行业组织,比如政府财务官、债券律师、债券分析师组成的联合会、协会等。“市政债券规则委员会”根据证监会授权负责制定绝大部分市政债券具体监管规则,报证监会批准后实施,同时还负责市政债券参与机构的会员制管理及统一信息披露平台的运营与维护。“金融业监管局”负责日常检查并有权对违规会员采取包括罚款在内的纪律处分,受处罚者不服可以申请证监会复议但无权起诉至法院。众多的专业性行业组织向会员发布遵守市政债券监管规则的指引与最佳实践指南。从历史情况看,这些自律机构发挥了重大作用,今后将在市政债券监管上扮演更加重要的角色。

目前,我国证监会通过证券业协会、基金业协会等自律机构贯彻监管理念、承担监管任务,已经积累了丰富经验,运用上也越来越娴熟自如,并为市场参与者普遍认可,今后的任务是进一步扩大这些协会的民间性、自律性与行业代表性,更好地发挥惩戒教育职能。在市政债券监

[77] 杨志锦:“首份地方政府债券评级报告出炉:政府会计委员会将组建”,载《21世纪经济报道》2014年6月19日版。

管上,不妨大胆设想,将央行主管下的中国银行间市场交易商协会部分职能与证券交易所的部分职能合并,组建中国版的“市政债券规则委员会”。该机构履行规则制定、会员管理以及统一信息披露平台运营等职能,而其规则执行情况的监督与对违规行为的查处,视情况由证监会、银监会与证券业协会、基金业协会等分别承担。其实,美国的“金融业监管局”,就是合并“全国证券交易商协会”(NASD)与纽约证券交易所的自律监管职能后组建的。

(五)以中介机构监管为抓手

美国市政债券监管的一大特色就是“轻触式”、“迂回式”监管,经由对市场中介机构的监管,间接实现对发行人和整个市场的监管。这一点,在市政债券发行文件披露与持续信息披露上体现得尤为明显。承销商、交易商、市政债券顾问、律师、审计师、托管人、评级机构、增信机构均能在市政债券市场找到自己的位置,从不同方面、在不同程度上发挥作用,有的行业比如律师业务,还存在较细分工。分析后不难发现,美国市政债券市场上有关中介机构监管的规则已比较全面、细腻,而且,相较于对发行人的追责,执法者对违法违规中介机构的处罚方式与处罚力度明显地“下手较重”。这一点,与美国资本市场其他领域的情形相似。究其原因,一是由于中介机构是非常重要的“看门人”,不加严管就无法实现整个市场的监管目标;二是市场的专业性越来越强,与发行人相比,收取高额费用的中介机构更有能力也更有责任防范违法行为的发生;三是作为经注册的持牌机构,更倾向与监管部门达成执法和解,因此常常能看到中介机构天文数字般的和解金额。

目前,我国中介机构对市政债券市场的介入还处在十分初步的参与阶段,有的方面比如外部审计师对地方政府财务报告的审计,尚处在空白状态。随着市政债券市场化程度不断加深,中介机构的参与度会越来越强,发挥的作用也会越来越大。因此,监管部门应未雨绸缪,开始研究中介机构介入市政债券市场的业务范围、参与方式、相应的义务与责任,细化勤勉尽责的履职指引,并强化事后执法与责任追究。这一过程中,应考虑到市政债券作为一类独特固定收益产品的性质与作为非注册证券的特点。

(六) 构建多元化交易市场并不断增强透明度

虽然历史上纽约证券交易所曾经有过一个活跃的市政债券市场,但目前美国市政债券的交易并不在集中公开的交易所市场进行,而是通过非集中的零售柜台市场。投资者在二级市场买卖市政债券,要通过交易商以做市或者代理的方式进行。近年逐步兴旺的“另类交易系统”等电子化交易平台,“归集”、“整合”众多柜台市场零散的流动性,形成流动性池子,发挥了重要作用。近年来,美国证监会致力于从交易后与交易前信息的披露、定价公平性与客户指令“最佳成交”、交易收费的合理性、交易商的忠实勤勉义务等方面增强二级市场的透明度与流动性。

财政部《2014年地方政府债券自发自还试点办法》第18条规定:“试点地区政府债券应当在国家规定的证券登记结算机构办理登记、托管,债券发行结束后应当及时在全国银行间债券市场、证券交易所债券市场上交易。”业内人士总结2014年自发自还试点情况后建议:“提高地方债二级市场流动性,完善做市商制度,打通银行间和交易所市场,鼓励更多投资者进行二级市场交易。”^[78]权威人士认为:“统一监管、统一行为规则并不意味着不可以有多个场外债券市场”;多个场外债券市场不是当前发展场外债券市场的焦点问题,“如果我们能够统一行为、统一监管,那么有多个市场的存在,实际上有限度的竞争,对于市场主体进行选择是有好处的。”^[79]对于市政债券二级市场建设,建议考虑三点:其一,既要考虑到市政债券交易不活跃的本性,又要考虑适度透明流动性良好的交易平台对促进一级市场发行的“虹吸”、“反拉”作用;组建包括交易所市场、“另类交易系统”、证券公司柜台市场在内的多层次、多元化的二级市场,能够促进市政债券市场的长足发展。其二,市政债券多层次交易市场互联互通的意义,既在于为投资者提供流通便利,也在于为主管部门实施宏观审慎监管提供统一、实时的数据。其三,市政债券二级市场建设应综合吸取国债市场、银行间市场以及公

[78] 霍志辉、赵旭东:“地方政府债券自发自还试点回顾及展望”,载《债券》2014年第9期。

[79] 晓行:“吴晓灵:两债市应统一行为、监管规则”,载《第一财经日报》2014年10月14日版。

司债券、中小企业私募债券市场的经验教训。

(七)刚柔相济循序渐进查处违法

浏览本文连篇累牍罗列的执法案例可以发现一个有趣的现象:虽然从证券立法之初美国证监会就对市政债券“欺诈”行为有直接执法权,但是,与其在权益证券、公司债券与证券衍生品市场上疾风暴雨式的执法形象相比,美国证监会对市政债券违法可谓“和风细雨”、“循循善诱”。究其主要原因,一方面,自然出于联邦机构对州地政府的所谓“礼让”;另一方面就是州地政府背后其实是众多的纳税人。但是,以事后执法保障市政债券市场规范发展这根“弦”,整体上看一直紧绷着。市政债券执法从早期的“睁只眼闭只眼”到逐步关注,从不处罚到处罚,从处罚中介机构到处罚发行人,从处罚州以下市政主体到直接处罚州,从发布停止与戒绝令到经济处罚,步步为营,渐次加码。尤其近两年的执法范围与执法力度更是明显加大,还以敦促书的形式促使发行人与承销商主动报告并改正错误。

我国市政债券的未来执法,似乎也难以回避地方政府这类特殊的执法对象。国务院《关于加强地方政府性债务管理的意见》规定:“省级政府可以适度举债,市县级政府确需举债的由省级政府代为举借。”省级政府代市县级政府举借债务,类似于“管道融资”,存在发行人与借款人(债务人)的分离,省级政府是发行人,市县级政府是借款人(债务人),二者的权利义务与责任如何划分,是均要履行发行披露与持续披露义务,还是比照以往财政部代理地方政府发行债券的操作办理,尚待进一步明确。从诚信角度看,如果说省级政府层面不会出现太大问题的话,市县层面就不敢打包票了。试举近期曝出的两起城投债事件:其一,佳木斯市新时代城市基础设施建设投资(集团)有限公司在2010年发行10亿元债券中造假融资,时任佳木斯市国土局局长在狱中写下的3万言《自述》中,揭露自己曾在市领导指示下,为这一佳木斯市最大的国有企业违规发放了子虚乌有的土地使用权证书,使其融资数十亿元。^[80]其二,审计署的一纸公告揭开了河南新乡投资集团有限公司

[80] 涂重航:“黑龙江城投公司以假地融资数十亿 市长兼任董事长”,载《新京报》2014年7月4日版。

的棚改资金违规面纱,新乡市以城市棚户区改造名义募集9亿元资金,并未与城市棚改项目结缘,而是实际被用作旅游开发、对外出借和投资等领域。^[81] 面对这种执法难题,采取刚柔相济循序渐进的策略,将严格执法与说教督促相结合,应是比较现实可行的选择。

(八) 规范利益冲突行为

美国证监会对市政债券市场的利益冲突情况一直保持高度关注与高压状态,其范围包括市政债券发行人与其官员或者官员亲朋好友之间的交易与利益往来,承销商、交易商、市政债券顾问、评级机构等参与机构与发行人及其官员之间的捐赠与其他非正常支付,以及这些参与机构之间的利益冲突事项,比如承销竞标中的串通投标、互换顾问与增信机构之间的侧袋协议等。比较多发的是美国竞选政治生态下的所谓“付费入场”,高盛公司为此于2012年遭受了1200万美元之巨的罚没款。对于利益冲突事项,监管规则的处理方式大体上有三种:一是绝对禁止,比如承销商请发行人官员吃喝玩乐、承销竞标中的串通投标;二是“冷冻期”加披露,主要是对于政治捐赠类的“付费入场”,两年内不得承揽业务;三是许可加披露,比如发行人与其官员之间、市场中介机构之间的市场化的商业交易安排。

我国债券市场的“监管风暴”正在愈演愈烈。在市政债券市场发展初期市场化程度较弱、政府干预力度依然很强的情况下,如何规制与解决利益冲突问题、如何区分合理的市场操作与违法的商业贿赂、如何界定个人责任与单位责任,均是需要认真思考的问题。

(九) 加强监管协调

美国证监会对市政债券市场的监管执法,离不开国内税务局、银行业监管机构、司法部、法院等联邦机构的协作,还涉及州地政府立法、治理与监督程序等问题。尤其是国内税务局负责解释与认定市政债券免税资格、打击偷漏税行为,在发现市政债券违法线索、协助打击市政债券违法行为上发挥着举足轻重的作用,证监会也因此吁请国会修法加大国内税务局对市政债券执法的支持力度。

[81] 张家振、董海华:“河南新乡投资以棚改名义发债9亿 7.77亿被挪作他用”,载《中国经营报》2014年7月26日版。

我国的具体情况与美国虽有不同,但将来可能遇到的监管协作问题大体相类。与公司信用类债券相比,市政债券涉及的监管面更广,仅靠单一部委和相关自律监管组织难以实现监管目标。^[82] 考虑到我国特殊的国情和财政体制,在市政债券发行的初期,可以考虑建立市政债券市场监管的协调机构,引入市政债券危机化解机制。除了中央的监督之外,地方政府尤其是地方代议机关、审计部门也要对市政债券进行有效监管,并考虑在地方层面设立市政债券风险救济基金。^[83]

[82] 张亚秋、赵英杰:“美国市政债券监管体系及其对我国地方政府自主发债监管的启示”,载《金融监管研究》2014年第6期。

[83] 陈杰、顾巧明:“美国市政债券市场监管的经验与启示”,载《管理现代化》2013年第2期。