

## 公众公司应如何披露政府调查事项

张子学\*

**摘要:**当公众公司涉嫌违法受到中国证监会等政府部门调查时,我国目前的通常做法是“立案才披露”与“立案即披露”。通过介绍美国证券监管与司法机构在此问题上的立场与做法,分析我国的相关规则、实践及面临的困境与不足,建议我国证券执法应当走出“立案是调查处罚必经外部程序”的误区,改变与完善公众公司对政府调查事项的披露机制。

**关键词:**公众公司 信息披露 政府违法调查 证券执法

### 一、我国的规定与实践中的问题

我国现行《证券法》第67条规定:“发生可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件,投资者尚未得知时,上市公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易所报送临时报告,并予公告,说明事件的起因、

---

\* 中国政法大学民商经济法学院教授,法学博士。

目前的状态和可能产生的法律后果。下列情况为前款所称重大事件：……(十一)公司涉嫌犯罪被司法机关立案调查,公司董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪被司法机关采取强制措施;(十二)国务院证券监督管理机构规定的其他事项。”

中国证监会发布的《上市公司信息披露管理办法》(2007年1月30日证监会令第40号)第30条规定:“发生可能对上市公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件,投资者尚未得知时,上市公司应当立即披露,说明事件的起因、目前的状态和可能产生的影响。前款所称重大事件包括:……(十一)公司涉嫌违法违规被有权机关调查,或者受到刑事处罚、重大行政处罚;公司董事、监事、高级管理人员涉嫌违法违纪被有权机关调查或者采取强制措施……”

《上海证券交易所股票上市规则(2014年修订)》第11.12.5条规定:“上市公司出现下列使公司面临重大风险的情形之一时,应当及时向本所报告并披露:……(十)公司因涉嫌违法违规被有权机关调查,或者受到重大行政、刑事处罚……”第11.12.6条规定:“上市公司出现第11.12.5条第(十)项情形,且因涉嫌首次公开发行股票申请或者披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,或者因涉嫌信息披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,被中国证监会立案稽查的,公司除应当及时披露外,还应当按下列要求披露相关风险提示公告:(一)每月至少披露一次公司股票可能被暂停上市和终止上市的风险提示公告;(二)中国证监会、本所或公司董事会认为必要时,披露公司股票可能被暂停上市和终止上市的风险提示公告。”《深圳证券交易所股票上市规则》以及全国中小企业股份转让系统有限责任公司发布的有关非上市公众公司的信息披露规则也有类似规定。

中国证监会内部文件《关于上市公司立案稽查及信息披露有关事项的通知》(2007年8月13日证监发[2007]111号)要求:“在日常监管工作中,要密切关注市场动向,熟悉监管对象,注意收集各种信息,出现异常情况,及时核查了解。一旦发生违法违规线索,应以稽查提前介入的方式,进行非正式调查。在非正式调查阶段,执法人员核实情况,收集材料,固化证据,正常行使调查权力,但不使用强制措施。在非正式调查阶段发现的不当行为,要求当事人立即停止,限期整改,主动消

除风险隐患,妥善处置不良后果,建立长效机制。”“在非正式调查过程中,如果发现违法违规行为,要综合分析判断,按规定程序及时、准确立案,进行立案稽查。立案后,执法人员在非正式调查的基础上,应制定详细调查计划,采取各种执法手段,补充完善证据,查清基本事实,形成调查结论。稽查部门要合理安排力量,严格控制调查进程,尽量缩短调查周期,不断提高查处效率。”“在非正式调查阶段,上市公司原则上可不对外披露。调查人员严格保密,未经允许,不得向他人泄露调查情况。在接到立案稽查通知书时,上市公司应按规定披露,但如果案情特殊,上市公司申请并经监管、执法部门同意,可延期披露。移送司法机关的案件,上市公司在接到司法调查通知书时,应立即披露。”

基于上述法律、规章与通知要求,就证监会执法程序来说,目前的操作实践是,上市公司、非上市公众公司涉嫌证券违法时,证监会先进行非正式调查。非正式调查结束后,认为有必要正式立案调查的,就履行证监会内部程序,决定立案稽查。立案后,证监会向涉案公司发出《立案调查通知书》,《立案调查通知书》通常会有“你公司涉嫌信息披露违法,须接受调查”或者仅是“你公司涉嫌违反证券法律法规,决定对你公司进行调查”等高度概括、原则的表述。公司收到《立案调查通知书》后,应按照临时报告事项的要求及时披露。证监会稽查部门完成稽查后,会形成调查终结报告,如果认定构成违法,就将调查终结报告与相关证据材料移送证监会内设的行政处罚委员会审理。行政处罚委员会初步审理后,形成载有违法事实、证据、触犯的法律规定、拟采取的处罚措施等内容的《行政处罚事先告知书》,经证监会领导批准后,送达涉案公司及相关人员。公司收到《事先告知书》后,应将全文或者主要内容按照临时报告的要求及时披露。随后,涉案公司与相关人员可以进行书面申辩,符合要求的还可以申请举办听证会。证监会行政处罚委员会对申辩听证意见进行复核,如果认为应维持《事先告知书》的处罚意见,或者虽可从轻、减轻但是不能免除处罚的,就形成最后的《行政处罚决定书》,报证监会领导签批后送达涉案公司及有关人员,涉案公司应按临时报告要求全文披露处罚决定书的内容。

上述披露机制存在的问题是:一方面,公众公司遵规守法问题是证券市场投资者关注的焦点之一,在网络自媒体高度发达的今天,公众公

司在这方面的信息,往往在证监会立案稽查之前就已经被媒体曝光,在市场扩散了,有些已经对证券交易价格产生影响,如果等到证监会立案后才披露调查事项,在有些情况下会造成信息披露迟滞。这些情况下,“立案才披露”就显得不够及时。目前的权宜之计就是停牌,但是在长时间停牌面临的非议与压力越来越大的形势下,还应寻求更加妥当的办法。

另一方面,一般来讲,公众公司受到证监会调查,属于利空信息,常常导致公司股票交易价格的大幅下挫。从现行《证券法》的规定看,证监会对公众公司的调查处罚依据,基本上局限在信息披露违法,也即《证券法》第193条。不过,仔细分析,该条是一个“大筐”,既涵盖了非常严重的财务舞弊、财务欺诈,也涵盖了一般性的虚假记载、误导性陈述和重大遗漏,还涵盖了“未按规定”也即未按照相关规则规定的时限、格式、内容、方式进行披露。而这些表现形式、危害后果不同乃至存在重大差异的行为样态,虽然都被称为“信息披露违法”,但是,其对投资者判断和证券交易价格影响程度也是存在较大区别的。一旦公众公司披露了被立案调查,投资者最想知道的是事情的严重程度以决定去留。但是,根据目前的实践,证监会立案后公司公告调查事项时,证监会没有告知,公司也无法披露具体的涉案事由、细节及其严重程度,这难免引来市场投资者的猜测、疑惑,少数因股价下跌损失较重的投资者甚至指责、怪罪证监会的调查。尤其是如果调查结论是认为不构成违法(尽管这种情况很少发生),<sup>[1]</sup>或者违法行为性质与程度与市场此前的猜测有较大出入,非议更多。这样,客观上“倒逼”监管部门一旦立案就要调查到底,一进入调查程序就要想方设法得出“违法”结论并进行处罚。即使多年探索的行政和解机制无从发端尝试,也可能存在结果导向的执法问题。其他政府部门,比如环保、税务等对公众公司的调查事项,也存在上述披露上的矛盾。这些情况下,“立案即披露”也不见得就是好办法。

---

[1] 比如,2016年4月7日,宏达新材(002211)公告称,公司于2015年6月17日收到中国证监会的《调查通知书》,对公司予以立案调查;现公司收到中国证监会《结案通知书》,经审理,宏达新材涉案违法事实不成立,证监会决定本案结案。2016年3月,东方科技也公告称,收到证监会《结案通知书》,鉴于公司违法事实较轻,对公司不予行政处罚。

## 二、美国证券监管执法的立场与操作

对公众公司来说,接到刑事传票(subpoena)、民事调查令(civil investigative demand, CID)、<sup>[2]</sup>政府传票(government subpoena),或者非正式的要求提供信息之后面临的首要问题,就是要否公开披露这一情况。在美国,关于这一问题的标准显得相当迷糊,美国证监会没有对这一证券法问题发布较为明确的解释性指引,相关司法判例也比较缺乏。实际操作上则是五花八门,有些是接到传票或者民事调查令之后就进行披露,有些是调查程序结束后披露,有些是接到政府机构准备对其采取诉讼行动的通知时予以披露,有些则是根据调查的进展情况在调查过程中披露。与公开披露相关的是内部披露的范围问题,如要不要向债权人披露,要不要向提供董事高管责任保险(D&O)的保险商披露。许多情况下,不同的披露时点反映了对披露问题的不同见解。

### (一) 政府调查事项的性质

根据美国证监会的官方说法,证监会的所有调查活动,都是私下进行的。通过非正式询问、约谈证人、检查经济记录、审核交易数据等手段,最大限度地发掘事实。通过正式的调查令,执法人员可以用传票强制证人作证,提交簿记以及其他文件。调查完成后,执法人员将其调查结果提交证监会委员审查。随后,证监会授权执法人员在联邦法院提起民事诉讼,或者按照行政程序提交给行政法官审理。

此外,根据美国证监会目前使用的《执法手册》Section 2.4 以及美国证监会的长期实践,证监会职员可以但不是必须向公司或者个人发出一封信件,通知该公司或者个人其已经决定向证监会建议启动诉讼程序,该信件被称为“韦尔斯通告”,目的通常是:(1)通知接收者,证监会执法部职员已经决定建议证监会启动执法程序(bring an enforcement proceeding);(2)确认违反了证券法律规定;以及(3)给可能的被告提

---

[2] 美国司法部等政府部门借由发出民事调查令,强迫收到的公司或者机构提供文件与资料。此等传票的效力等同于刑事案件中的传票(subpoena),但仅针对民事案件。

供回应机会,接到通知的公司或者个人可以在收到正式诉讼前与证监会进行沟通和协商。

政府部门的调查,无论正式还是非正式调查,也无论仅涉及要求提供信息、发出传票,还是发出民事调查令,目的均在于发现事实。通过收集必要的事实信息,政府机构判断是否存在违法行为,是否有正当理由采取执法行动。正如美国证监会在其传票中所用的标准表述:“本调查系非公开,为发现事实而为。我们试图判断是否存在任何违反联邦证券法的行为。本调查及传票不意味着我们已经判定您或者其他人已经违法。而且,本调查并不意味着我们对任何个人、实体或者证券有负面评价。”

与此相类,12 U. S. C. § 5562(c)规定,消费者金融保护局(the Consumer Financial Protection Bureau, CFPB)与其他联邦机构一样,在其有理由相信某人“可能”拥有相关违法行为信息时,可以发出民事调查令。在执法人员判定一家公司是否实施违法活动之前,政府机构往往要花费数年的时间收集信息。即使到了最后阶段,这家公司仍可依程序解释执法人员依据其调查结果提出的任何关切,并努力说服执法人员及其机构不存在采取执法行动的合理理由。调查事项的重要性,并不在于政府部门已经得出了存在违法行为,或者有正当理由采取诉讼行动的结论,而在于政府部门正在搜寻可以或者不可以导致上述结论的信息。

## (二) 相关披露条规

根据《1934年证券交易法》Section 10(b) (及其下的证监会规则 Rules 10b-5), Section 12b-20,《1933年证券法》Section 11, Regulation C之规则 Rule 408的规定,公司不得隐瞒使其陈述不致误导的重大事实。公司是否因不披露政府调查事项致使误导,取决于其此前所做的其他正面陈述,应该与市场可以获得的所有其他信息作为一个整体进行评价。如果发生以下情形就产生了披露义务:(1)依照相关规则或者条例,产生积极披露义务;或者(2)如果不披露该事项,会致使其他披露内容发生误导。

在评估是否应当披露政府调查事项时,最常用规则的是证监会条例 Regulation S-K 之下的 Items 103 条和 303 条两条,同时还涉及会计

准则上的一些考量。在没有其他触发披露因素(如提交注册报告,或者公司或其关联方买卖本公司证券)的情况下,这两个披露条规适用于境内公众公司提交的季度报告 Form 10 - Q 与年度报告 Form 10 - K。公司还必须考虑纽约证券交易所与 Nasdaq 交易所设定的附加披露义务。

### 1. Item 103

Item 103 的标题是“法律诉讼”(legal proceedings),设定了公众公司应当披露的法律诉讼类型。该条原则上要求公司披露“重大”的待定法律诉讼,公司应当审查相关事实与情况。该条还为待定法律诉讼提供了一个披露临界点,即不包括利息与诉讼费用的涉案金额,超过了公司合并流动资产的 10%。公司在计算临界点时,必须将类似法律诉讼累加,既包括正在进行的未决诉讼,也包括已知会发生的诉讼。依据 Item 103,公司应衡量即将引致损失的可能程度与预期损失的程度。

Item 103 包含一项指引,要求公司“描述已知的政府当局准备采取的任何重大未决法律诉讼。”公众公司披露政府部门调查事项时,一般会将其归入公开注册文件的“法律诉讼”部分。在此语境下,“准备采取”(contemplated)一词并不准确;目前的权威看法是,仅是知悉调查事项,尚不触发 Item 103 的披露要求,而是要求至少存在执法机构正在准备采取法律诉讼的“沟通”(communication)。如果政府当局知会公司可能发动民事或者刑事诉讼,Item 103 要求公司披露该等潜在事项,前提是该事项具有重大性。由于政府调查往往早于 Item 103 规定的任何披露要求,公司通常不会依据 Item 103 披露正在接受调查。

例如,在 2012 年 Richman v. Goldman Sachs Group, Inc. 案中,联邦地区法院认为,即使在“韦尔斯通告”阶段,也未触发 Item 103 下的披露义务,并指出直到“监管调查成熟至诉讼已经显而易见而且实质上确定发生之时点”,才产生披露义务。虽然法院未明确考虑公司是否必须披露调查的开始与已经收到了美国证监会的传票,判决的言外之意在于,公司甚至无须披露这些事项,因为仅是受到调查的事实,并不意味着“诉讼已经显而易见而且实质上确定发生”。有论者认为,当证监会执法人员发出韦尔斯通告时,证监会的调查进展至“已知的将被政府机构考虑采取法律诉讼阶段”。法院不同意此观点,而是聚焦于

这一事实:执法人员仅可建议但无权批准诉讼行动,韦尔斯程序执行中,证监会在决定采取诉讼行动前,还有机会听取被告的辩解。据此,法院认为即使收到韦尔斯通告也无须披露。<sup>[3]</sup>

在2013年的一起案件中,原告诉称 Item 103 要求被告披露州监管机构对其保险操作进行的调查。法院在驳回起诉的判决中表示:“州监管机构的调查并非未决法律诉讼,因此不适用 Item 103。”<sup>[4]</sup>

学者对 Item 103 的理解。早在20年前,两位非常著名的证券法学者就指出,调查事项不属于第103条下的“诉讼”,“Item 103 的含义是,在政府当局表明准备对公司发动执法诉讼之前,不要求公司披露调查事项。”<sup>[5]</sup>2009年,一名前证监会执法部小组负责人与他人联合发表的文章认为,依据 Item 103,“调查本身并非‘未决法律诉讼’,直至其到了政府机构或者公诉机关宣布其准备提交起诉书或者提出指控的阶段”<sup>[6]</sup>

## 2. Item 303

Item 303 的标题是“管理层关于财务状况与经营结果的讨论与分析”(MD&A),其包含了可以要求公司披露可能或者未决诉讼的相关信息。Item 303 要求公众公司在 MD&A 部分披露“任何已知的、已经或者公司合理预见到将从持续经营上,对公司销售净额、营业收入或者利润发生重大有利或者不利影响的趋向或者不确定性。”Item 303 明确要求“讨论与分析应当具体聚焦于管理层已知的、将导致已报告财务信息不必然反映未来经营结果或者未来财务状况的重大事件与不确定性”,包括将影响未来经营的事件的类型与数量。尽管政府调查一般不会触发 MD&A 中的披露,如果公司“合理预见”到政府调查将对公司发生重大负面影响,原告律师常常会依据 Item 303 主张公司应当披露

---

[3] Richman v. Goldman Sachs Group, Inc., 868 F. Supp. 2d 261, 275 (S. D. N. Y. 2012).

[4] Westland Police and Fire Ret. v. MetLife, Inc., 928 F. Supp. 2d 705, 718 (S. D. N. Y. 2013).

[5] Alan R. Bromberg and Lewis D. Lowenfels, *Disclosure of Government Investigations*, 8 INSIGHTS 17, 1994.

[6] David M. Stuart and David A. Wilson, *Disclosure Obligations Under the Federal Securities Laws in Government Investigations*, 64 Bus. Law. 973, 982 (2009).



该事项。

此外,证监会职员的解释性指引“Staff Accounting Bulletin No. 99”要求“重要性”不能仅基于定量标准,还应当考虑一系列定性因素。

### 3. 会计上的考虑

《会计准则汇编》(Accounting Standards Codification, ASC) 450 条。ASC 450 的规定之一,就是关于“或有损失”(loss contingencies)的披露要求,既包括已经主张的债权,也包括尚未主张的债权(asserted and unasserted claims)。对于尚未主张的债权,ASC 450 规定,如果已经“经由一个潜在债权人显现出意识到一项可能债权”,而且该项债权起码具有“相当程度的可能性”,就应当披露。ASC 450 并没有说一项政府调查的发动是否属于“显现出意识到一项可能债权”。

ASC 450 还说明,即使没有“经由一个潜在债权人显现出意识到一项可能债权”,但是,如果该项债权“有可能”被主张并且具有相当程度的可能性结果会不乐观,仍应予以披露。仅仅是启动调查的事实并不意味着一项债权将被主张,或者,如果是的话,具有相当程度的可能性结果会不乐观。不过,如果公司与审计机构认为必须依照ASC 450将调查事项列为财务报表附注中有关或有负债,并且/或者为其提供备付金,就需要在公司提交的其他报告文件中披露该事项,如在 Form 10 - Q 或者 10 - K 的法律诉讼部分。

### 4. Item 103、Item 303 与财务披露的区别

三者存在某种程度的重合,但是并不相同。如果一家公司选择使用一种方法解决这些披露要求,就应当保证其披露满足所有的相应要求。比如,Item 103 主要是描述式的披露,Item 303 要求对某种不利结果的可能性及其可能数额,以及对公司损益表与资产负债表科目的可能影响做些分析,ASC 450 则要求对潜在可能性与结果实施一种不同的、比 Item 303 更加技术性的估计。

### (三) 披露与不披露的现实考量

如上所述,在美国,对政府调查事项的披露,是否披露、何时披露、披露于何处,基本上由公众公司根据上述条规以及客观情况自行综合权衡做出判断,监管上并无硬性或者“一刀切”的披露要求。一个典型的例子是 2016 年 5 月 25 日,阿里巴巴集团(NYSE: BABA)提交的

2016 财年年报自愿主动披露称,美国证监会当年早些时候发起了一项有关阿里巴巴是否违反联邦证券法的问讯。阿里巴巴在年报中解释了美国证监会调查问讯所关心的事项,包括其合并财务报表的政策和操作(包括对股权投资法下的被投资方菜鸟网络的会计处理),适用于关联方交易的政策和操作,以及“双十一”运营数据的统计。虽然披露后该信息被市场误读,导致当日市值跌去 138 亿美元,但是,市场评论人士认为,阿里巴巴主动披露此项调查,体现了与监管者加强合作、与投资者加强沟通的姿态,是其公司治理上的进步。<sup>[7]</sup>

现实中,对公众公司来说,重要之处就是应认识到,披露问题不是随随便便的。某些情形下,公司必须立即披露调查事项,在另一些情形下,要否披露比较模糊,不披露,或者确需披露的话也延迟至更晚的时点披露,符合公司最佳利益。此时,公司应当仔细考量其自身的独特事实与情况,对披露责任做出正确判断。

出于以下原因,即使并无具体规则要求马上披露,公司也会考虑披露调查事项。

首先,是某些商业关系或者义务带来的压力。例如,公司的审计机构会强烈促使公司披露调查事项,避免出现需要紧急磋商的情况,或者提交给证监会的报告出现可能的迟延。此外,公司签订的合同可能约定其应当向借款人或者其他商业交易对方披露政府调查事项,如果不向公众披露,会导致美国证监会《公平披露规则》(Regulation Fair Disclosure, Reg. FD)下的选择性披露问题。另外一些情况下,公司正在进行并购交易,披露调查事项,会让股东更好地理解交易事项与出售价格。此外,公司决定披露调查事项,还可能出于让知悉该事项的内部人能够放心地交易公司股票,不必担心触发内幕交易条款。

其次,是担心过迟披露政府调查事项可能导致的负面影响。公司担心,如果一开始未披露调查事项,股东、分析师、评级机构、机构投资者以及其他方面(包括随时准备鼓动股东起诉的律师)事后得知这一

---

[7] 蒋佩芳:《美 SEC“例行调查”被误读? 阿里市值一天跌掉 900 亿》,载腾讯财经网,<http://finance.qq.com/a/20160527/013037.htm>,2017 年 10 月 16 日访问;赵小燕:《阿里回应“美国证监会调查事件”只是例行动作》,载凤凰网财经网,[http://finance.ifeng.com/a/20160526/14425174\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20160526/14425174_0.shtml),2017 年 10 月 16 日访问。

情况后,会做出不良反应。还有,第三方可能泄露调查信息,例如,并非调查对象但是收到了传票的主体。调查事项一旦外泄,即使轻微的传言也会招致公司是否受到调查的质问。为了避免更多的猜疑,公司会选择进行实质性回应,而非以“无可奉告”去简单应付。调查事项也可能由专门提交大众关于《信息自由法案》请求的组织暴露。大多数公司宁愿自身是调查事项的信息源,而不愿由第三方传达至公众。因为这样就掌握了信息主动权,能够控制信息内容,保证信息是充分准确的。

最后,公司还要考虑及早披露的成本。由于所处地位,股东一般不易区分调查事项预示着实际违法行为,还是属于“钓鱼式刺探”(fishing expeditions)的情形,因此,往往会高估调查事项的影响。同样,公司仅披露受到调查,会被一些股东误解为,这表示公司实施了违法活动,会带来胡枝扯叶式的诉讼,或者面临股东为起诉做准备,要求检查公司账簿(books and records demands)。此外,过早披露,会倒逼监管机构最终对公司采取诉讼行动。

公司应牢记,政府调查,无论正是还是非正式,无论是属自愿提供信息的要求(voluntary request for information)、刑事传票还是民事传票,都属于发现事实的范畴,而非已经认定涉案人员或者机构已经触犯法律,其目的在于收集供调查机构审查的必要事实,就违法行为是否已经发生、是否有必要采取诉讼行动做出判断。这种事实发现活动,在某些案件中会持续数年才能完成。过早披露会导致这样一种情形,公司要承担一种持续的法律或者实际上的责任,在其提交给证监会的报告中提供关于调查事项的更新资料,在其他时间,通过其他方式,满足其他可能的披露要求,如证券交易所的披露要求,并遵守《公平披露规则》。

因此,多种现实考量因素存在冲突,需要衡量每种情形的具体事实,并清楚披露可能引致的法律责任。在披露与调查有关的任何进展之前,公司应当考虑所收到的政府询问的类型、调查所处的阶段、调查可能带来的影响,以及其他相关事实。例如,如果公司收到的是一份韦尔斯通告,从该通告可以看出其已经成为政府调查的对象,可能导致较重处罚或者和解,公司通常就应考虑披露收到韦尔斯通告的情况。反

之,如果公司收到证监会传票,要求提供第三方的信息,就不用披露收到传票的情况。但是,在许多情况下,政府调查事项不是这么泾渭分明,公司在自己实施内部调查前,无法估量其范围或者可能的影响。因此,在公司全面理解调查事项涉及的范围与政府问询的成本之前,不贸然披露,是审慎的决定。

### 三、近年美国司法判例

#### (一) *In re Lions Gate Entertainment Corp. Securities Litigation* 案

2016年1月22日,纽约南区法院在 *In re Lions Gate Entertainment Corp. Securities Litigation* 一案中,<sup>[8]</sup>驳回了股东对狮门电影制片公司(Lions Gate)提起的证券欺诈集团诉讼。

被告是一家股票在纽交所上市的多媒体集团。原告诉称,公司本应公开披露收到“韦尔斯通告”、受到证监会调查事项以及准备与证监会和解的意向,但是没有披露。具体包括:

首先,公司未披露其因某些交易上的不实陈述,正在受证监会调查的情况。不过,公司确实曾经披露,“在正常商业过程中,会不时卷入某些索赔请求与法律诉讼”,“根据当前掌握的情况,公司确信,目前卷入的正在进行的任何未决索赔请求或者法律诉讼,不会对公司财务报告发生重大负面影响”。

其次,公司未披露其因通过结构化某些交易阻止一名少数股东控制公司,已经收到“多份”韦尔斯通告的情况。法院认为,韦尔斯通告“并不必然表明会被起诉”,因为“执法部后续可能不建议提起诉讼,即使执法部建议提起诉讼,证监会也可能不批准该建议。”本案中,证监会并未对公司或其雇员提起诉讼;在起诉前,公司已经同意支付750万美元与证监会达成和解。

最后,尽管公司达成和解当天就通过 Form 8-K 披露了和解情况,

---

[8] *In re Lions Gate Entertainment Corp. Securities Litigation*, No. 14-cv-5197 (JGK), 2016 WL 297722, at \*6 (S. D. N. Y. Jan. 22, 2016).

原告称公司一个月前就应当披露预期的和解金额,当时公司 CFO 在一次分析师电话会议上称由于“就数年前的一个法律事件预期达成和解”,公司的总务与管理费用会增加,但是拒绝提供进一步的细节。

为支持遗漏类诉讼,原告须说明被告有义务披露其正在被证监会调查、已经收到韦尔斯通告的情况以及应当更早披露和解数额。<sup>[9]</sup> Koeltl 法官全部驳回了这三项理由。

第一, Koeltl 法官延续了 Crotty 法官在前述 2012 年 Richman 案中的观点,不认可原告存在一个应披露证监会调查或者韦尔斯通告一般性义务的意见。

法院认为,发出韦尔斯通告之后,证监会执法部可能选择不继续建议启动正式执法行动,即使证监会职员的确建议启动执法行动,证监会也可能不批准其请求。所以,法院主张,“被告没有责任披露证监会调查事项与韦尔斯通告,因为证券法并没有对公司施加预测调查结果的责任;如果一项诉讼并非‘非常确定会发生’(substantially certain to occur),就无披露义务”。基于本案事实,公司并无披露任何一个涉案调查进展情况的独立义务,因为对投资者来说,这些情况本身(per se)并不具有重大性。

判决认为:“当一家公司对某个事项发声,其不得遗漏关于该事项的重要事实,也不得就调查事项的存在做重大不实陈述。”但是,本案中公司并未对证监会调查做任何陈述。基于此,判决将本案区分于公司对政府调查事项做了重大不全面或者不准确公开陈述的案件。法官认为,“当一项调查的结果不具有重要性,公司选择不就该调查事项发声时,证券法并未要求一家公司猜测该调查的最坏结果”。

判决进而认为,原告未能说明证监会调查与韦尔斯通告具有重大性,因为 750 万美元罚款不足公司公布和解方案当季也即 2014 年三季度合并收入 8.399 亿美元的 1%,更是远低于第二巡回法院掌握的“衡

---

[9] 一般来说,证券发行人不负有“披露任何与所有重大信息的积极义务”。Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano, 563 U. S. 27, 44 (2011). 不过,如果发生了公司内部人基于未公开信息进行交易,法规或者规则要求披露,或者公司已经做出的陈述不准确、不完整或者有误导,则产生了披露义务。Stratte - McClure v. Morgan Stanley, 776 F.3d 94, 101 (2d Cir., 2015).

量涉讼虚假陈述事项重要性的合理起点”，也即 5% 的临界点。Koeltl 法官认为，仅是一项监管调查或许重大影响狮门公司财务状况的可能性，尚不足以满足其已经证明重大性的责任：“因此，重大性分析要求说明实际上的重大性；如果一个理性投资者不会认为某个信息显著改变了所有已知信息的总体混成（the total mix of information available），则该信息或许重大的可能性（possibility of materiality），尚为不足。”Koeltl 法官认为，正在受到监管调查或者收到韦尔斯通告，并非决不可能具有重大性；反而，他认为，尽管原告并未提交“定性上”重大性的因素，但是，在其他一些情况下，处罚事项从数额观察表面上微不足道，但如果“危及一个重要的业务条线或者一个重要的收入流”，则披露证监会调查与韦尔斯通告，对投资者来说可能具有重大性。

第二，原告诉称，公司披露其“在正常业务过程中卷入了一些索赔与法律诉讼”，属于误导性的“半真”（half-truth）披露，因为该披露隐瞒了证监会职员已经向公司送达了韦尔斯通告。Koeltl 法官认为，“关于狮门公司的陈述，实际上并无任何虚假或者误导”，该陈述“准确描述了，目前存在正在进行的索赔或者法律诉讼。”Koeltl 法官还否定了原告主张，即公司 CFO 在分析师电话会议上进行了误导性陈述，因为其称由于“就数年前的一个法律事件预期达成和解”，公司的总务与管理费用会增加，但是拒绝应要求提供和解的数额。Koeltl 法官解释称，拒绝详细说明并不导致陈述误导：“充其量，原告认为被告本应提供更多的信息，但是并未表明细节的缺乏导致该陈述原本构成误导。”

第三，Koeltl 法官不认同原告所称，证监会 Regulation S-K 下的三重披露法条，即 Item 103, Item 303 与 Item 503 强制披露证监会调查与韦尔斯通告情况。

Item 103 要求公司叙述“任何重大的正在进行的”，或者任何“已知由政府当局准备采取”的重大法律诉讼。Koeltl 法官认为，Item 103 并未强制要求披露政府调查或者韦尔斯通告，因为证监会调查本身并非 Item 103 意在规范的“未决法律诉讼”（pending legal proceeding），也不意味着政府正在“准备采取”（contemplating）一项诉讼，韦尔斯通告的送达也并不标志着一项未决法律诉讼的开端，因为韦尔斯通告不过是“通知个人或者公司证监会执法部职员正在考虑建议证监会提起诉

讼,但是证监会本身尚未决定是否启动诉讼程序。”

Item 303 要求公司披露任何“相当可能会导致注册人的流动性发生任何显著上升或者下降”的“已知趋向”或者“不确定性”。Koeltl 法官认为,原告并未提供任何勉强可以生成“趋向”的事实,也未提供任何与公司流动性相关联的“不确定性”,狮门公司为“法律事项”计提的准备金至少超过了 1800 万美元,表明公司并未“预期发生将显著影响收入的超大笔和解”。根据本案事实,证监会调查并不表示任何可能对公司财务状况、结果或者运营造成 Item 303 所称的重大影响的“趋向”或者“不确定性”。

Item 503 要求公司详述“致使发行具有投机性或者高风险的最重要因素”,如公司“缺乏经营历史”“近期的一些财务周期缺乏盈利性的经营”,以及“财务状况”。Koeltl 法官认为,证监会的调查不构成上述列举的任何一种风险因素,原告的指控并未表面合理地说明涉案民事罚款导致狮门公司的利润存在风险,或者作为狮门公司持续经营的结果,使公司股票面临高风险。

总之,Koeltl 的判决并非认为公司完全不用承担披露正在进行调查事项或者韦尔斯通告的责任,而是认为法院应遵循那些在定性与定量上判断重要性的既定原则。因此,公司及其顾问需要继续估量其独特的事实与环境,对披露义务做出判断。在此语境下,披露义务的范围尚未由一个联邦上诉法院直接释明,因此法律还要进一步发展。不过,正处于监管调查或者已经收到韦尔斯通告的公司,应当认真考虑各种情况,来判断公开披露这些事项是否必要、是否恰当。

## (二) Lloyd v. CVB Financial Corporation 案

2016 年 2 月,第九巡回法院做出 Lloyd v. CVB Financial Corporation 案判决,<sup>[10]</sup>可能影响公司是否披露政府调查事项的决策,因为此种披露使公司更难以在后续证券违法诉讼中进行抗辩。

本案中, CVB 公司在提交给证监会的报告文件中称,不存在“严重怀疑”其最大借款人还款能力的合理基础。此后,证监会向 CVB 发出传票,搜集贷款担保方法与贷款损失准备金方面的信息。CVB 公告了

---

[10] 811 F.3d 1200 (9<sup>th</sup> Cir., 2016).

收到传票的情况,次日其股价跌了22%。分析师推测传票可能与CVB向那个最大借款人发放的贷款有关。一个月后, CVB公告这个借款人无力还贷,公司将为此减记3400万美元贷款,另将4800万元转至无盈利效能资产科目。CVB的股价于该公告后只下跌了数美分并很快反弹。最终,证监会未再对CVB展开正式执法行动。股东发动集团诉讼,指控CVB对这些不良贷款进行虚假陈述,被联邦地区法院驳回。但是,第九巡回法院推翻了地区法院的判决,认为对于证监会调查的披露,如果与此后的事态进展一并考察可以发现,公司此前关于不良贷款情况的陈述是不正确的,则该陈述可以成为损失因果关系理论的基础,对调查事项的披露相当于一种“矫正性披露”(corrective disclosure)。

证券法实务界人士认为,如果CVB选择不披露证监会调查,第九巡回法院可能会基于未能证明损失因果关系而维持地区法院的驳回判决,因为公司股票价格对宣布损失的真正的“矫正性披露”反应平平。这样,为避免在较早时候披露调查事项提供了另外一个可能的借口,除非万不得已必须披露。<sup>[11]</sup>

#### 四、改革与完善我国相关制度的建议

##### (一) 取消目前“立案才披露”与“立案即披露”的机制

这种强制性、“一刀切”披露机制存在的问题,本文第一部分已经做了分析。从本文第二、三部分关于美国监管执法与司法的实践看,也并未强制要求在某个时点必须披露政府调查事项,这应非监管上的遗漏疏忽,而应是根据市场实际情况有意做出的取舍。

深入分析,我国证券监管执法上之所以把“立案”作为政府调查事项的披露时点,主要在于实际操作理念上陷入了两个误区:一个是“立案是正式调查与处罚的前提”;另一个是“立案作为一个内部程序的外部化”。

---

[11] Deborah S. Birnbach, *Do You Have to Disclose a Government Investigation?*, available on Goodwin Procter LLP Website.



“立案是正式调查与处罚的前提”,是指未经“立案”,不得展开正式调查,更不得进行处罚。本文认为,这是对我国证券行政执法程序的误解。其实,通读作为证券行政执法主要依据的两个基本法律——《行政处罚法》与《证券法》,只看到关于案件调查方面的要求,并未发现“立案”二字。从实践看,证券行政处罚适用的皆为一般程序。《行政处罚法》第36条规定了一般程序下行政机关可以进行调查和采取检查措施,第37条规定了行政机关进行调查或者检查的手段、程序和回避制度,第38条规定:“调查终结,行政机关负责人应当对调查结果进行审查,根据不同情况,分别作出如下决定:(一)确有应受行政处罚的违法行为的,根据情节轻重及具体情况,作出行政处罚决定;(二)违法行为轻微,依法可以不予行政处罚的,不予行政处罚;(三)违法事实不能成立的,不得给予行政处罚;(四)违法行为已构成犯罪的,移送司法机关。”《证券法》第180条规定了证券监管机构的执法权限,第181条规定了证券监管机构监督检查、调查应遵守的程序,第183条规定了被检查和被调查单位和个人的配合义务。

从这些条文分析,得不出“立案”是调查与处罚前提的结论。也即,只要调查程序、手段合法,调查所取得的证据确实充分,即使没有立案,也不应影响处罚。实践中,也的确存在立案案由是内幕交易或者操纵市场,但是调查过程中发现涉案上市公司存在信息披露违法的情况。这种情况下,即使未对上市公司单独立案,也不妨碍径行处罚。目前,证监会对上市公司的调查一般要经过非正式调查与正式调查两个阶段,如果把立案与调查处罚过度挂钩,由于许多调查工作是在非正式调查阶段完成的,就会不必要地招致许多关于调查程序是否合法、非正式调查阶段取得的证据是否具有效力、要否固化等方面的疑问。

证券执法实践中把立案与调查处罚过度挂钩,理由之一就是法院在行政诉讼中,往往以立案时点作为“发现”时点,并以此判断是否超过了行政处罚的追究时效。其实,《行政处罚法》第29条规定,违法行为在两年内未被发现的,不再给予行政处罚;具体到证券执法,“发现”的主体与方式也是多种多样的,证监会的立案固然属于“发现”,但是证监会非正式调查,或者再往前推,证监会日常监管或者交易所日常监控中发现涉嫌违法情况,也属于“发现”;审计、财政、纪检监察、公安等

相关部门发现证券行政违法线索后移送证监会,也可以这些部门的“发现”时点作为证券执法的“发现”时点;甚至新闻媒体曝光、有关人员或者社会公众举报证券违法行为的时点,也可作为证券执法的“发现”时点。<sup>[12]</sup> 因此,以立案时点作为发现时点,并不妥当。

“立案作为一个内部程序的外部化”,是指人为地把立案这一证券执法的内部程序外部化了,由此得出的结论就是“立案才披露”与“立案即披露”。其实,虽然一个案件启动调查,的确需要执法机关在内部履行一个相关流程,但是,这个流程只是内部流程,是否履行、如何履行,属于执法机关内部事务,既不应成为调查处罚的前提,也不应成为行政诉讼中司法审查的对象。同样,也非必须外部化,也即并非必须通知上市公司并要求上市公司必须予以披露的事项。从美国等成熟资本市场的执法实践看,对上市公司违法行为的调查多是“私下”或者称“秘密”进行的,并不需要大张旗鼓地进行宣扬和披露。

## (二) 由涉案公众公司酌定披露的时点、内容与进展情况

取消“立案才披露”与“立案即披露”的机制之后,交由涉案公众公司根据“重要性”原则,酌定披露政府调查事项的时机与内容。这样,就建立起一种涉案公司根据调查事项的客观情况以及自身情况,做出判断的自我约束与自己承担责任的机制。既不能贸然地过早披露,也不能不恰当地延迟披露;既要考虑到披露或者不披露引发的行政追究,也要考虑到可能导致的民事赔偿责任。即使公司决定不披露尚处于初步阶段的调查事项,也应随着调查事项的进展情况,不断地评估调查的状态,以确定是否已经产生了披露责任。前述美国公众公司在此问题上从法律规则至商业实践中所进行的多方面权衡考量,以及监管与法院判例的态度与指引,提供了不少有益的借鉴。随着实践经验的积累,我国证券监管部门也应适时推出相关的指引,以免公众公司无所适从或者动辄得咎。

以下是一些美国公众公司披露政府调查事项的实务样板:<sup>[13]</sup>

[12] 张子学:《两宗信息披露违法案胜诉行政判决反映的三点司法认知》,载《金融服务法评论》(第7卷),法律出版社2015年版。

[13] Jonathan N. Eisenberg, *Are Public Companies Required to Disclose Government Investigations?*, available on K&L Gates LLP Website.

1. 附属于 Form 8 - K 报告的新闻稿。“[公司]……宣布,于\_\_\_\_\_,收到了一份美国司法部依据联邦《反欺骗政府法案》(False Claims Act)发来的民事调查令(CID)。传票要求向美国联邦检察官办公室提交范围广泛的关于公司的临床和商业操作的文件与信息,包括提交给联邦家庭医疗保险机构的补偿与费用请求,以及相关的合规操作。传票涵盖了从\_\_\_\_\_,20 \_\_\_\_\_到现在的期间。公司准备与司法部合作。不能保证本次调查的时间与结果。”

2. 附属于 Form 8 - K 报告的新闻稿。“[公司]宣布于今日收到了联邦贸易委员会发来的民事调查令。作为回应,公司发表以下声明:鉴于市场存在大量误传,[公司]欢迎这次调查,将全力与联邦贸易委员会合作。我们坚信公司遵守了所有可适用的法律与规则,是一家财务上健全与成功的公司,已经在过去的34年中,为股东创造了可观价值,为分销商创造了大量机会,并积极影响了客户的生命与健康。”“公司不愿对此事项做更多评论,除非而且直至该事项有了重大进展。”

3. Form 10 - Q 上的季度报告。“消费者金融保护局调查。于\_\_\_\_日,我们收到了消费者金融保护局发来的民事调查令,这是其调查活动的一个部分,旨在确定全国性消费者报告机构是否已经或者正在实施有关广告、促销、销售,或者提供消费者报告、信用评分或者信用监控产品的、违反《多德—弗兰克法案》或者《公平信用报告法案》(Fair Credit Reporting Act)的非法活动或者操作。调查令提交书面文档并回答相关问题。我们正在就消费者金融保护局的调查与其合作,并就我们对调查令的回应与其磋商。目前,我们无法预知调查结果,包括该调查是否会导致针对我们的任何诉讼或者法律程序。”

4. Form 8 - K 报告。“基于《公平披露条例》Item 7.01 的披露。于\_\_\_\_\_,[公司]收到了美国司法部依据1989年《金融机构改革、复苏与促进法案》(the Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act)发来的民事调查传票,要求公司提供与次级汽车金融和相关证券化活动有关的文件。此前于12月,公司收到了马萨诸塞州联邦总检察长办公室发来的关于在马萨诸塞州从事次级汽车贷款的民事调查令。公司将配合这些调查。本报告提供的信息,不能被视作了《证券交易法》Section 18 的目的而提交,也不能被认为引用并入基

于《1933年证券法》提交的文件。”

5. Form 10-K 报告。“于\_\_\_\_\_,公司收到了美国证监会的信件与传票,表示证监会正在对公司实施调查。证监会要求提供包括但不限于下列文件与资料:有关招生、入学、结业、安置的学生信息,联邦贷款及其他类贷款违约情况,遵守美国教育部财务要求、标准与比率的情况,以及其他方面的公司经营性金融与财务事项。”“我们正在持续配合这些调查,但是我们不能预见最终结果。我们希望继续投入与应对这些调查相关的大量法律成本与其他开支。我们可能被要求支付超出保险覆盖的任何与此相关的赔偿与和解成本。政府调查,包括我们正在卷入的这些未决调查,以及任何相关的法律与行政程序,可能导致针对我们与/或者我们的机构、高级管理人员或者雇员的行政性、司法性禁令或者其他法律程序,也可能导致罚款、暂停,或者其他补救性的惩罚。任何此类重大的成本或者开支,或者禁令性救济可能对我们的财务状况与经营结果产生重大不利影响。”

### (三) 应保留把收到《事先告知书》作为强制披露时点的要求

证监会发出的《行政处罚事先告知书》,比较详细地叙述了涉嫌违法的事实、证据,适用的法条与拟实施的处罚。从实践看,绝大部分案件最后的处罚决定与《事先告知书》的内容基本吻合、变动不大。因此,公众公司收到的《行政处罚的事先告知书》,无疑以及具备了重大性。无论此前公司是否对调查事项做过自愿性披露,收到此种法律文书后,就应当及时、全面地予以披露。目前,在虚假陈述民事赔偿案件中,越来越多的法院感到以公司公告被证监会立案调查日期作为虚假陈述揭露日的牵强、不合理之处,开始转向以公告收到《事先告知书》的日期为揭露日。比如,上海市高级人民法院在创兴资源虚假陈述民事赔偿案中明确:“法院认为,被告发布的关于收到中国证监会《调查通知书》中仅提及被告因涉嫌违反《证券法》及相关法规被中国证监会立案稽查,该公告不仅对本案被告虚假陈述行为的实质内容完全没有涉及,甚至也未能反映出被告被稽查的行为性质系涉嫌未按规定披露信息,故该公告的发布并不符合揭露的内容应与证券监督管理机构行政处罚决定书中认定的虚假陈述行为相一致的要求,该公告发布之日不应认定为虚假陈述揭露日。2015年6月19日发布的公告系被告对

中国证监会向其下发的《行政处罚事先告知书》进行完整披露,该披露的内容与中国证监会在其后认定被告的信息披露违法违规事实可完全对应,鉴于此系被告的虚假陈述行为首次完整被披露,故应当认定该日作为本案虚假陈述的揭露日。”<sup>[14]</sup>从信息披露监管的角度看,保留并强调收到《事先告知书》后的强制披露要求,能够强化行、民衔接,与虚假陈述民事赔偿诉讼案件的取向相适应。

---

[14] 金月:《立案稽查宣布日未必是虚假陈述揭露日,创兴资源案改变“揭露日”认定惯例》,载《金陵晚报》2017年1月13日版。