

2016年7月12日

## Read in English

### 英国脱欧：对负有 SEC 报告义务的公司披露方面的影响

在英国 6 月 23 日关于是否留欧公投之后的短暂时间里，已经出现了一系列需要英国面对的挑战，其中涉及政治、货币、经济甚至宪政等诸多方面。

**政治方面：**英国首相大卫卡梅伦已经辞任(自 7 月 13 日起生效)，在经历了一场激烈的竞选之争后，脱欧阵营的主要参选人物鲍里斯·约翰逊(Boris Johnson)、迈克尔·戈夫(Michael Gove)和安德里亚·利德索姆(Andrea Leadsom)相继退选，特里莎·梅(Theresa May)最终胜出并将出任英国首相。人们纷纷猜测特里莎·梅会选任昔日卡梅伦内阁的哪些成员及其他大臣继续组阁，以及如何围绕着“留欧-脱欧”这一轴线安排这些内阁成员的职务。另外的一个关键问题是，特里莎·梅会任命谁来主导与布鲁塞尔之间关于英国脱欧的谈判。在其多数“影子内阁”成员集体辞职后，反对党(工党)领袖杰里米·科尔宾(Jeremy Corbyn)也受到了安吉拉·伊格(Angela Eagle)(前任影子商务大臣)的挑战。工党党魁之争已于 7 月 11 日正式启动。虽然部分评论家仍然就新首相的任命是否需要经过大选存有异议，但目前来看，英国似乎并不会立即进行临时选举。

**货币方面：**英镑对美元汇率已跌至 30 多年来最低水平。经济学家就英镑贬值对英国经济的影响没有形成共识，特别是，如果汇率水平低至 1 英镑兑 1.30 美元或更低时，是否会刺激英国出口增长并大幅缩减贸易逆差。如果英国的出口状况未能因此得到刺激改善，则英镑贬值将导致国内产品的价格增速超过工资的增速，进而对消费者信心和生活水平造成进一步的影响。在消费者价格指数中，与英镑贬值关系最为密切的因素包括民航、蔬菜、天然气和其他燃料。

**经济方面：**英格兰银行已经发出了警告，“目前英国金融稳定性的前景不容乐观”。商业地产的资产评估水平已经出现了大幅下滑，并且越来越多的英国商业地产基金已经停止赎回。一项受到密切关注的英国高管人员商业信心指数(由英国经济和商业研究中心发布)也已经暴跌，这可能导致投资和雇佣水平在过去几个月持续下跌的基础上进一步恶化。根

据一项调查(GfK)显示,英国的消费者信心出现了有史以来在最短期内的最大跌幅。与此同时,英国也已经失去了其AAA级评级。

**宪政方面:**目前已经就首相是否可以未经议会授权直接发出第 50 条项下的通知问题,启动了诉讼程序。同时,也有人提出就与欧盟之间签署任何替代条约是否需要议会授权的问题。而且,苏格兰民族党的领导人也要求就苏格兰是否应当留在英国举行苏格兰公投。不仅如此,英国最终脱离欧盟还会产生爱尔兰与北爱尔兰的边界问题。

对于英国在上述各个方面将会何去何从,没有人知道确切的答案。比较明确的是,脱欧阵营对于脱欧以后的世界格局并没有清晰的概念。对于与欧盟和其他国家之间的贸易关系,虽然目前就应当选择一种什么样的替代模式引起了广泛的关注,人们(包括脱欧派)对于哪种模式是最理想的方案尚未达成共识,更不用提相关模式是否现实可行。人员的自由流动是其中的一项关键问题,这也是支持欧盟的四大支柱之一,但这与脱欧派反移民的主张有冲突。由于就相关问题英国内部尚未形成一致意见,这也是特里莎·梅目前不急于发出第 50 条项下通知的一个原因。但是,欧盟已经明确表示,在收到第 50 条项下的通知之前,它们不会与英国就退出安排进行谈判。考虑到即将到来的意大利修宪公投以及多个欧盟成员国将在 2017 年举行的国内大选(包括荷兰 3 月份的大选、法国 5 月份的大选和德国 9 月份的大选),目前完全无从判断其他欧盟成员国贸易谈判代表何时可以(根据相关成员国的指示)开始与英国就退出安排进行有实质意义的谈判。

### 公开披露

所有上述这些内容对于负有 SEC 报告义务的公司有什么影响? 负有 SEC 报告义务的国内公司在准备其年度和季度报告时(国外私人发行商在准备其年度报告时),应当考虑与英国脱欧有关的披露义务。英国脱欧可能会对风险因素、管理层对财务状况和运营成果的讨论与分析(“管理层讨论与分析”)和业务等章节以及前瞻性陈述中的注释等内容有影响。同时,类似的披露还需要在收益状况公告及(对国外私人发行商而言)其本国市场要求披露的信息中有所反映。

其中最需要关注的两个章节就是风险因素和管理层讨论与分析。在这两个章节中，有报告义务的公司都需要就可能产生的影响和风险进行具体(而非一般宽泛)的披露。管理层应当考虑(不管是出于实际运营的需要还是从遵守公开披露要求的角度)，英国脱欧对其业务、财务状况和运营成果带来的挑战、风险和/或机遇。

管理层需要考虑英国脱欧的影响以及目前存在的不确定性，其中需要考虑的具体问题可能包括：

- 公司的业务中有多大的比例在英国境内运营？
- 公司是否对英国有大量的出口或进口活动？这些进出口是否源于其他欧盟国家，因此在关税方面(就货物和服务的双向流动所征收的关税)是否会受到英国脱欧的重大影响？
- 公司有多大一部分收入和支出是以英镑计的？公司是否有任何汇率对冲安排？对冲安排何时到期？按市值计目前的对冲安排风险敞口有多大？
- 公司是否有在英国和欧盟之间进行的货物(就货物贸易而言，可能仍可以从之后达成的贸易安排中受益)或服务贸易(就服务贸易而言，将需要英国与欧盟另行协定相关安排，并且短期内可能无法实现)？
- 在英国和欧盟之间没有贸易协议的情况下，从欧盟进口重要供应原料或部件以及向欧盟出口货物或服务的关税水平怎么样？
- 如果公司从事金融服务，是否依靠“单一牌照(passporting)”在欧盟其他成员国提供服务？如果是的话，公司在欧盟其他国家是否有运营机构，可以使公司通过该机构重新申请“单一牌照”？公司是否评估过，为重新申请“单一牌照”，需要在公司结构上做出哪些调整以及需要取得欧盟的哪些授权？
- 公司的进口业务是否以美元定价，公司的业务受英镑贬值的不利影响有多大？公司可以坚持多久不提价？
- 公司在投资和雇佣计划方面需要做出怎样的缩减？

- 公司业务中有多大比例是依靠零售的？是否很容易受到消费者信心的影响？非必需品和必需品的比例如何？
- 公司在英国的业务在多大程度上依赖来自英国的人员(特别是有专业技能的专业人才)？在多大程度上依赖在欧盟范围内对相关资质的认可，以及是否能够向欧盟其他成员国转移员工？
- 公司在多大程度上依赖欧盟或泛欧盟合作安排所提供的补助和津贴(其中主要受益的领域包括汽车、太空、药业及化工)？
- 如果公司无法继续自由在其英国和欧盟的业务之间进行数据传输，公司的业务会受到何种影响？
- 公司是否会考虑对以英镑计价的债务进行再融资？英镑贬值或关键业绩指标(KPI)的下降，是否会导致违反公司在融资文件中做出的相关承诺？
- 与交易对手相关的风险(尤其是最近受到较大市场压力的金融机构和其他公司)，会对公司的业务造成怎样的影响？

以上清单并未涵盖公司需要考虑的所有问题，所涉及的问题也会因行业及在英国和欧盟的业务情况不同而有所不同。英国公司以及在英国有重要业务运营的公司受到英国脱欧的影响可能会大于其他公司，不过英国脱欧对于在欧盟成立的以及在欧盟有重要业务的企业也可能产生一定的影响。此外，英国脱欧对于其他地区(包括新兴市场)的扩散效应也不容忽视。

### 管理层讨论与分析

一份好的管理层讨论与分析会给投资者提供必要的信息以“理解一家公司的财务状况、财务状况的变化及运营成果”。管理层讨论与分析中需要涵盖对流动性、资本资源、运营成果、表外安排以及(在公司看来)对于理解其财务状况、财务状况的变化及运营成果必需的其他信息。除了对历史业绩做出解释之外，SEC还要求就将会或可能会对公司的财务状况及运营成果产生有利或不利影响的、任何已知的趋势、需求、承诺、事件及不确定性做出说明。公司应当考虑，从上文所述的各个方面来看，英国脱欧会对其产生哪些重大影响。

SEC 官员经常强调，公司应当关注并在早期进行预警型披露(特别是在已知的趋势和不确定性可能合理导致公司的未来业绩较历史情况会发生重大变化的情况下)，而不是在出现相关情况之后，才做出令市场感到意外的披露。尽管英国脱欧所带来的不确定性导致难以对未来事件的走向进行准确的预测，管理层仍应努力并尽早提供有意义的指引。

尽管新闻媒体已就英国脱欧及其可能带来的经济和货币方面的影响进行了广泛的报道，公司不应当就此认定投资者会了解到这些可能会对公司造成影响的、有关市场或行业的公共信息。因此，就对已知趋势的披露要求而言，在管理层讨论与分析中不应仅限于有关公司的具体披露，还应关注行业相关的甚至是范围更广的发展趋势。但是，公司应当避免提供过于宽泛的解释或警告，而应针对其本身及其财务报表情况，就相关趋势加以具体讨论和分析。公司应当解释英国脱欧及其后果对公司及其财务报表带来了哪些具体的影响<sup>i</sup>。

目前对于英国脱欧影响的许多分析仍属臆测，但还是在一定程度上可以增加市场对已知的趋势及不确定性的了解。因此，负有报告义务的公司可以预期，SEC 官员会希望其就已知的趋势和不确定性做出披露，并可能会就此提出意见，无论是因为公司位于英国、受英国经济或英镑的影响较大(例如，通过向英国出口或在英国有重要的运营且可能需要进行重组和/或迁址以进入欧盟市场)，还是由于其他原因公司会受英国脱欧或其他有全球性影响的事件所导致的宏观条件变化的影响<sup>ii</sup>。英国脱欧的最终走向可能还会影响美联储和其他央行采取加息和其他措施的时机。从更长远来看，欧盟将意识到其需要采取措施进行改革，并且之后的各项政策和规则的制定将没有英国的参与，这可能会对在欧盟开展的业务或者同欧盟之间开展的业务的发展前景产生重大影响。

英国脱欧可能会影响到收入项目、成本项目、税费、商誉和流动性等。其中，最直接且明显的就是，汇率波动给收入和成本项目带来的影响，以及对以固定货币为基础计算的、体现相关财务项目的披露(相关披露非基于一般公认会计准则做出)的影响。此外，还需要就市场风险(其中包括汇率风险)做定量和定性的分析披露<sup>iii</sup>。在英国有业务运营的公司需要考虑一系列可能的变化，其中可能包括贸易安排、雇佣欧盟成员国人员的能力以及雇佣规则的变化(这些均为部分已知的趋势和不确定性)。在英国运营的金融服务企业可能还需要考

虑失去“单一牌照”问题以及由此带来的员工和业务迁移问题(可供迁入的欧盟地区可能包括阿姆斯特丹、都柏林、法兰克福和巴黎)。

### 风险因素；前瞻性陈述

如果在管理层讨论与分析中讨论了某些事件进展情况，则相应的可能也需要在风险因素及前瞻性陈述中反映。在准备风险因素章节时，公司不应急于只是堆砌常见的一般性描述。法庭已经多次强调，为了使风险因素的披露有效，相关风险因素应就公司的具体情况加以调整。特别是，为了使带有警示性的披露语言在《1995年美国私人证券诉讼改革法案》项下有意义，正如法庭所指出的，相关表述应当具有实际内容、针对公司的实际情况、“基于对适用于具体情况的风险的现实描述，而非堆砌冗长的适用于所有情况的一般性内容”。

今后公司应定期就与英国脱欧有关的风险因素进行评估，以确定是否需要就新信息做出新的风险因素披露，或是对现有的风险因素进行修改。正如法庭所指出的，不随时间改变的风险因素更有可能被视为一般性描述。

### 关于资本市场和并购项目的披露

英国脱欧可能会对并购融资项目产生深远的影响。公司对流动性的需求可能早于预期，但也可能获得低利率的融资，或是如往常一样可以继续资本市场上进行融资。英国脱欧可能会导致并购活动更加活跃，因为可能出现相关行业需要整合的情况，或者是出现收购欧盟企业从而继续受益于“单一牌照”制度(或出于其他目的而收购欧盟企业)的情况。无论如何，与投资决策相关的活动通常需要进行公开披露。这意味着，上述关于披露需要考虑的内容可能也适用于此，一方面在融资相关的招股或招债文件中可能需要包含或提及上述披露内容，另一方面与上市公司收购有关的文件(包括委托投票书、股东通函、申请上市登记表或招股说明书)中可能也需要有所体现。承销商及并购活动中的交易对方所开展的尽职调查中，无疑也会增加与英国脱欧相关的问题，这可能会促使相关方就应对方案进行讨论(尽管相关方案可能尚不成熟)。

### 董事会；披露委员会的关注

取决于是否会对公司构成重大影响，公司的董事会及审计委员会和风险委员会(如果公司设立了两个单独的委员会)，将会关注英国脱欧所带来的风险变化，并且在讨论过程中也将会涉及如何做出相关披露。这些通常也会出现在披露委员会的会议议程上。

### 公平披露规则

有报告义务的国内公司还需要注意在公平披露规则(Regulation FD)项下的相关义务。如果欧盟市场(通过英国进入的)占其业务比重较大，则对于相关公司而言，他们需要考虑应对方案(目前已经有越来越多的公司在进行相关策略安排)，与此同时，股东和市场可能也会对这些公司施加较大的压力，要求其解释具体的方案内容。对此，公司可能需要寻找一个良好的平衡点，一方面要使股东确信，在英国脱欧成为现实的情况下，公司有有效的应对方案，另一方面，也要避免过早地披露尚未确定的方案，尤其是在相关方案可能会对员工和其他利益相关者产生重大影响的情况下。关于方案选择的讨论可能会对公司产生重大影响(即便是短期的影响)，从而导致公平披露规则项下的相关问题。

### 有关英国方面的考虑

对于同时在美国和英国上市的公司而言，还需要考虑英国的披露要求。英国财务报告委员会于今年3月份向投资者发出的一份函件中说明，如果公司董事会认为英国脱欧会构成“重大风险”，则公司需要就相关事实向其股东进行披露。英国财务报告委员会也提醒过审计委员会的主席们，出于公投的不确定性和可能导致的波动性的考虑：(i)应考虑在战略报告(为年度报告的一部分)中就发展前景做出更新说明，(ii)理解发展前景的关键在于就重大风险进行披露，以及(iii)财务报告准则要求就资产负债表日之后出现的重大事件进行披露，其中包括预计产生的财务影响(或者做出一份无法预计相关影响的说明)。英国财务报告委员会的一位发言人在2月份的时候，提醒董事注意他们在《英国公司法》项下关于向股东披露“重大风险”的义务，其中“重大风险”可能包括英国脱欧。在英国，公司在其战略报告中需要考虑重大风险及相关不确定性的重大程度，同时监管机构也鼓励公司就可能产生的结果以及可能降低相关风险的因素进行披露(后者与SEC通常的做法不同)。

\* \* \*

随着时间的推移，英国脱欧所带来的不确定性影响(包括对政治、经济、货币和宪政等方面的影响)会给公司带来诸多挑战，而如何进行公开披露仅仅是公司面对这些挑战时需要做出的其中一项回应。做出披露一方面就是就事件向股东和市场说明进展情况，而同时，就英国公司而言，可能还具有额外的意义，那就是帮助英国和欧盟更清楚地构思英国脱欧后双方的关系模式(因为公司会将各种影响清楚地列明在其所做的披露中)。

\* \* \*

本备忘录并非以任何形式提供法律咨询意见，因此不应单靠本文内容作出任何法律或商业决定。如对本备忘录讨论的问题有任何疑问，敬请咨询以下律师：

Mark S. Bergman  
+44-207-367-1601  
[mbergman@paulweiss.com](mailto:mbergman@paulweiss.com)

John C. Kennedy  
+1-212-373-3025  
[jkennedy@paulweiss.com](mailto:jkennedy@paulweiss.com)

David K. Lakhdir  
+44-207-367-1602  
[dlakhdir@paulweiss.com](mailto:dlakhdir@paulweiss.com)

John J. Satory  
+44-207-367-1606  
[jsatory@paulweiss.com](mailto:jsatory@paulweiss.com)

- <sup>i</sup> 其中一个比较有借鉴意义的例子就是数年前的油价暴跌。在当时看来，油价下跌似乎难以在短期逆转，SEC官员们希望发行人可以重新评估他们的披露内容(特别是关于资产减值方面的披露)。SEC官员的意见并非仅针对石油和天然气公司，同时也适用于那些受油气价格影响较大的其他行业的公司。对于油价实际下跌或可能的进一步下跌所带来的影响，SEC官员特别关注那些只有一般性描述而未就重大不确定性及潜在的减值预测和判断进行讨论的披露。
- <sup>ii</sup> 目前SEC关于管理层讨论与分析的指引(主要通过相关新闻发布及SEC官员的意见函做出)就如何准备一份符合SEC和市场预期的管理层讨论与分析，提供了较为详细的说明。SEC还会不时就具体事件发布相关指引(例如，2010年关于气候变化相关披露的解释性说明以及2010年关于流动性和短期借债的解释性说明)。取决于英国脱欧的事件走向以及SEC官员对各个公司就此问题所做的披露的充分性的判断，SEC也有可能就此发布具体的指引。
- <sup>iii</sup> SEC官员已就外汇交易发布了具体的报告解释和指引。