

Facebook招股书背后的故事

忧虑谷歌竞争、垂涎中国市场、私人飞机年开销70万……

编者按：作为一家创新网络企业，脸谱（Facebook）招股书中的信息披露亮点纷呈。值得注意的是，逾150页的招股书中，仅“风险因素”的披露就动用了逾20页篇幅，字里行间流露出对谷歌等竞争对手的强烈担忧，以及对进入中国市场的深切渴望。

创办人扎克伯格一封诠释“黑客文化”的公开信更是颇具可读性。试问，如果这家全球最大社交网络服务网站的招股书如八股文般枯燥无味，华尔街的投资菁英们怎肯拜倒在脸谱的“石榴裙下”？证券时报记者挑选出招股书中的5大亮点，为读者一一解读。

见习记者 蔡恺

2月1日，脸谱向美国SEC提交用于申请登记的S1表格，当中包括了初步招股书。自此，这个全球瞩目、媒体为其预热已久的50亿美元IPO项目正式进入启动程序。

招股书一经公布立刻引来众多网民围观。据华尔街日报报道，脸谱提交招股书的消息一出，美国SEC的网站便因访问量过大而陷入瘫痪，令网民无法正常查阅。历史总会呈现惊人的相似，8年前谷歌提交招股书时，美国SEC网站也因访问量过大而濒临崩溃。

这份逾150页的招股书中设置了招股书概要、风险因素、募资金额、选择合并财务报表、业务描述及董事薪酬等24个章节，吸引眼球的亮点颇多。

故事1:数据证明价值

“我们有8亿用户，我们成功推广了《变形金刚3》”

通常来说，招股书是企业发展潜在投资者的重要营销手册，运用市场分析证明企业的成长潜质是招股书的重要使命。脸谱正是利用数据分析来突出其行业优势和投资价值。

在“招股书摘要”一章，脸谱利用数据证明公司在用户数量和参与度上经历了快速增长。截至去年12月31日，脸谱拥有8.45亿月活跃用户，同比增长39%；日平均活跃用户达4.83亿，同比增长48%；2011年12月，逾4.25亿用户使用脸谱移动产品。

若上述数据属实，那么脸谱将拥有占全球人口12%的月活跃用户及7%的日平均活跃用户。换言之，全球每天100人中就有7人活跃在脸谱上，如此高的渗透率足以撩拨全球投资者的心弦。

脸谱去年第四季业绩显示，广告业务营收为9.43亿美元，占总营收的83%，对广告商的依赖性不言而喻。因此，脸谱不忘在“我们如何为广告商创造价值”这一章中大谈如何为客户提供增值服务。

该章节提到，广告商能够和我们拥有的逾8亿月活跃用户互动……我们为广告商提供独一无二的覆盖度、关联性、社交环境和参与度来提升广告价值。”

为诠释如何提高广告价值，招股书举例，凭借在脸谱投放电影《变形金刚3》的宣传海报，该片制片商在美国境内仅用1天就覆盖到6500万名用户，另有1179万个用户点击了《变形金刚3》的“赞一下”键。

故事2:提交风险披露清单

谷歌、推特的竞争是我们的持续威胁”

招股书的另一个亮点是其全面、详尽的风险披露。逾150页的招股书中，仅“风险因素”一章就占了22页篇幅，罗列了49项风险因素，这是一份该社交网站目前面临威胁的“完整清单”。

首先，“风险因素”中最受投资者关注的莫过于该公司单一的收入结构和来源。脸谱对广告过度依赖为投资者所知，该公司去年第四季度的广告营收占总营收超过八成。公司对单一客户的过度依赖也是一大经营风险，2011年公司营收中有12%来自在线游戏开发商Zynga。

“风险因素”称，如果脸谱上的Zynga游戏用户减少或Zynga在其他平台上推出游戏，又或者与Zynga关系恶化，公司将可能会失去这个强有力的伙伴。实际上这个风险已经开始浮现，Zynga于今年3月1日宣布将推出自有的社交游戏平台，用户可在该网站玩游戏，“另起炉灶”行为，可能导致脸谱网站流量的下滑。

★如果我们未能留住现有用户或增加新用户，或用户降低与脸谱互动，我们的财务数据可能受到严重影响。

★我们绝大部分营收来自于广告，广告商的流失或广告商在脸谱投入的减少，都会严重伤害我们的业务。

★一旦用户通过移动产品使用脸谱的活动增加，也会对我们的财务业绩造成不利影响。

★如果进入中国市场，我们还将面临人人网、新浪、腾讯等中国本土公司的竞争。

★不当使用或披露我们的用户数据可能会不利于我们的声誉，对我们的业务造成负面影响。

★我们的业务会受到美国和其他国家隐私、数据保护等相关法规的约束。

“风险因素”还称，我们的行业竞争非常激烈，竞争对我们的业务是一种持续威胁。”确实，竞争对手正步步紧逼。近期，美国电子商务研究机构eMarketer发表权威报告称，至2013年，谷歌展示型广告的市占率将超越脸谱，达19.8%，而后者将跌至17.7%，届时脸谱广告收入宝座也将让贤。所谓风水轮流转，脸谱去年的广告收入也曾超越前冠军雅虎。

招股书称，“我们的竞争对手”包括谷歌、微软、推特、韩国的Cyworld、日本的Mixit等。”

此外，招股书对其他风险的描述也相当详尽，包括用户数量减少、侵犯隐私权、政府审查、专利诉讼以及移动设备业务尚未找到盈利方法等。

故事3:渴望中国大陆市场

我们继续评估进入中国市场的可能性。”

外国媒体曾报道，脸谱行政总裁扎克伯格从2010年开始，每天必空出1小时学中文。

然而，就算他再怎么勤奋地跟华裔女友学讲中国话，至今脸谱仍与这个拥有5亿网民的庞大市场无缘。

风险因素披露中提到了中国人熟悉的几个名字，若我们未来得以进入中国，还必须面对来自人人网、新浪和腾讯的竞争。”

众所周知，在中国，人人网主攻校园用户，新浪微博流行度首屈一指，腾讯微博正迎头赶上，这些“地头蛇”已在中国市场占据了大大小小的“山头”，而脸谱这条“过江龙”甚至连“抢滩”都还没完成。

实际上，脸谱曾为进入中国付出许多努力，该公司一早就推出中文版，另外，2010年12月扎克伯格曾造访中国，与百度、新浪和阿里巴巴等公司高管见面。美国《时代》杂志在关于他中国之行的文章中称，“我们不禁猜想，扎克伯格是否会在中国访问期间做一些秘密的市场研究？”

对此，招股书提到：“我们继续评估进入中国市场的可能性……中国对于我们是一个巨大的潜在市场，但普通用户无法在中国登录我们的网站，我们尚不确定能否找到一种双方都能接受的途径来提供我们的内容。”

故事4:CEO只领1美元年薪

不过……他私人飞机的年开销约70万美元

企业招股书中高管薪酬的披露总是容易吸引眼球。算上基本年薪、奖金及其他报酬，脸谱联合创始人兼行政总裁扎克伯格2011年共获得148.7万美元薪酬。和许多上市公司一样，赚到最多的不一定是老板。



吴比较制图

薪酬最高的是首席运营官谢丽尔·桑德伯格，这位“打工皇后”在2011年领取3087.3万美元的薪酬，是老板扎克伯格的20倍。另外，首席财务官戴维·埃伯斯曼去年获得的总薪酬为1867万美元。值得一提的是，招股书称，脸谱对于贡献巨大的员工都授予了丰厚的股权激励计划。

据披露，扎克伯格在2011年的基本年薪是50万美元，但有趣的是，他在今年年初主动提出从2013年起只领取1美元基本年薪，舆论认为，他的这一举动很可能是在仿效他的偶像——苹果公司创办人之一史蒂夫·乔布斯，并以此向偶像致敬。

不过，这位硅谷新贵的私人开销并不小。据披露，扎克伯格去年的总薪酬中，包括了他使用一架私人飞机产生的近70万美元费用。另外，公司为保证他的人身安全，还支付了他的住所安全系统、保镖等的费用。

招股书称：“我们之所以加强了对扎克伯格的人身安全保护，是因为他对于脸谱的发展十分重要，我们认为这些保护费用不但妥当，且很有必要。”

故事5:阐述“黑客”企业观

我们不是为了挣钱而提供服务，是为了提供更好的服务而挣钱”

即将凭借上市获得284亿美元身价、晋升全球最年轻富豪行列的扎克伯格在招股书中撰写了一封公开信，高调地向投资者大谈自己的创业理念。

信中写到：“我们不是为了挣钱而提供服务，而是为了提供更好的服务而挣钱。”这番济世安民的豪言壮语，很容易让人联想起8年前，谷歌的两位创始人所宣扬的“不作恶”（Don't Be Evil）的企业信条。

这位哈佛本科辍学生还语不惊人死不休，声称公司已形成了独特的文化和管理风格——“黑客方式”。

扎克伯格写到，“黑客在媒体看来具有贬义，用来形容那些攻击电脑的人。事实上，‘黑’的意思仅仅是迅速开发或测试能力范围，这个词既可用作褒义，也可用作贬义，但我会手动做出产品来测试其有效性；在脸谱办公室经常可以听到的信条是‘编码胜于争论’。为了鼓励这种文化，我们每隔几个月就会举行一场黑客大赛。”

他还说，黑客天生具有亲自动手和积极活跃的特点，他们不会花几天时间来争论一个新念头是否可行，而是会动手做出产品来测试其有效性；在脸谱办公室经常可以听到的信条是“编码胜于争论”。为了鼓励这种文化，我们每隔几个月就会举行一场黑客大赛。”

信的结尾称：“我们相信我们拥有机会为世界带来重大影响，并建立一家基业长青的公司，我们期待能与您一起开创伟大事业。”

中美招股书的主要区别

2012年2月1日，脸谱（Facebook）向美国证券交易委员会（SEC）提交了S1注册表，其主体部分为招股书。业内一般认为，美国招股书质量较高，可借鉴之处较多。近年来，美国招股书也确有“扩张到亚洲”的现象。最近几年在香港上市的大型中国企业，例如建行、工行等，其招股书均由美国律师撰写，而不是由香港律师或者中国大陆律师撰写。

中美两国招股书披露的差异有哪些呢？本文从四个方面做简要讨论，包括两国都要求披露但存在差异的要求或做法、有中国特点的披露要求、有美国特点的披露要求以及影响披露差异背后的因素。

一、都要求披露但有差异的要求或做法

早在10年前，中国证监会就颁布准则，对招股书披露的内容和格式做了要求。现行有效的准则于2006年修订，俗称“一号准则”。对于招股书的格式和内容，美国也有类似格式准则。美国发行人的首次公开发行（IPO），比如脸谱此次发行，适用S1表格，外国发行人的IPO，比如2005年百度的发行，适用F1表格。一般而言，美国的披露准则与国际证券组织（IOSCO）对招股书披露的要求一致，符合包括美国、欧盟在内的主要资本市场的披露做法。从包含的大体内容看，我国的“一号准则”仅在一些细节与美国存在差异。

比如，对于募资运用，就美国来讲，S1注册表的第4项规定，发行人应披露募资主要用途以及每一用途大致金额。发行人若目前无明确用途，该项规定允许发行人做出相应披露但要说明发行原因。实践中，许多发行人在招股书中披露募资将用于“流动资金和其他一般公司用途”。脸谱披露的理由是为了A类普通股的公开流通市场，以便于进入资本市场、获得资金以及便于老股东逐渐退出。据笔者理解，我国“一号准则”没有明确说明发行人是否可以视资金没有明确用途。同时，“一号准则”对许多用途又做了披露要求，发行人对每一种用途都需要根据格式准则要求做出详细披露，包括是否获得审批等。

二、中国特色披露要求或做法

由于中国发行人的特点，“一号准则”包含不少“中国特色”的披露要求或做法，比如，要求对同业竞争做出详细披露，这和我国发行人存在控股股东有关。美国的披露准则对此问题不太关注，不少美国上市公司股权分散，持股比例为5%以上的股东已经非常少见，持股30%甚至更多的股东则更为罕见，同业竞争并不普遍。当然，美国也存在高科技企业、私人企业上市时创始人持有大量股权的情况，比如扎克伯格目前持有脸谱约36%股权，但对于这些大股东可能带来的同业竞争问题，美国SEC通常要求他们以签署不竞争协议等方式来管理，而非通过写在招股书中强制披露要求控股股东承诺来管理。

从一定角度来看，“中国特色”的做法和中国市场的发展阶段有关，与中国市场特点有关，并不存在合理或不合理的问题。美国之所以对这个问题不够关注，也是与美国市场历史上形成的较为分散的股权结构有很大关系。

三、美国特色披露要求或做法

不仅中国有自己独特的披露要求，美国也有不少有该国特色的披露要求或做法。比如，脸谱有一章披露“今后可以出售的股票”，这是S1表格要求披露的。这一章的核心是告诉投资者，上市后还有多少老股可能被出售、有多少雇员股权激励计划下的股票可能被出售，投资者可由此预期后市售股压力，有点类似于我国的“大小非”。

这一披露要求的主要原因在于，就首发前发行的股票而言，比如，向私募投资者发行的股票、向创始人出售的股票，属于美国法律意义上的“限制性”股票。公司上市后，限制性股票的出售，除了要受持有期（类似于锁定期）

限制以外，这些限制性股票的出售还要满足其他条件。比如，即便过了一定期限，这些股票也不能随便公开出售，如果要公开出售，则应由公司替老股东到美国SEC注册，其程序类似于首发流程；或遵守相关规则允许的出售方式和限额，比如每3个月期间不能超过公司股本的1%，或前4周的平均交易量，以高者为准。从另一个角度讲，这也是注册制的一个具体表现：公开发售或者出售股票都需要向美国SEC注册，不论是新发股票，还是老股东出售股票，除非符合某些豁免规定。“限制性”股票的含义、相关规则以及披露要求，都是比较具有美国特色的规定，根据笔者了解，我国大陆以及香港地区都无类似要求。

美国还有一些披露要求，属于国际通行的披露做法，但国内却不常见。比如，脸谱招股说明书有一章描述承销，对于谁是承销商、承销报酬情况等都有比较详细的披露，这在我国企业的招股书中通常是没有的。又比如，脸谱的招股书正文和财务报表是合在一起的，两者共同构成一部完整的招股书，而我国的招股书则不含财务报表，为了增加对财务信息的披露，我国招股书有专门一章或者一部分披露“财务信息”，主要是对财务报表的编制基础、重要附注进行解释。

此外，脸谱的招股书中披露了创始人扎克伯格的一封信，对脸谱的理念、文化等做了比较有激情的描述。这种做法不属于强制性披露要求，在其他发行人的招股书中似乎也并不常见，更像是脸谱在承销商、律师的策划下进行的一个独特披露。美国SEC是否接受这样的做法，或者在多大程度上接受这一做法目前尚不能确定，但这也体现了美式招股书在严谨的大背景下某些创新做法，只要没有虚假陈述，超出格式准则要求之外的做法也可尝试。

四、招股书撰写的差异

中美两国招股书格式准则的差异、披露做法的不同之处很多，难以一一列举。但美式招股书质量相对较高，似乎是近些年来业内的共识，强调审核过程的公开是其水平较高的一个原因。每一稿招股书都公开、美国SEC的审核意见要公开、发行人的回复也公开，撰写人要有为此承担压力，但这也利于其知识的积累。今后解决类似问题时，相关律师可在美国SEC网站或相关数据库进行搜索，借鉴以往项目的处理模式。

更为重要的是，招股书的写作投入很大。在美国，招股书均由律师执笔，虽然业务章节等部分可由投行协助，但最终润色仍由律师完成。脸谱首发注册表的首页，除了列出公司首席执行官外，紧接着列出的是公司律师和承销商律师的名字，既有律师事务所的名字，也有主办合伙人的名字。同时，美国SEC只同律师及会计师沟通，而不与投行沟通。所以，律师在注册表的准备、招股书的撰写和整个首发流程中起着非常重要的作用。虽然不能一概而论，但律师的职业特点（善于和文字打交道）和收费模式（按小时或固定费用收费而不按发行金额比例收费），很大程度上决定了招股书质量的提高。

在我国，律师在招股书的写作过程中参与不多，整个招股书制作基本由保荐人/承销商负责，这似乎是我国的一个特色。实行保荐制度的国家或地区不多，即便在实行保荐制度的香港，招股书的撰写仍然主要由律师负责。虽然不能得出保荐机构撰写招股书的质量不如律师所写的结论，但一是从保荐机构的职业特点来看，比如对财务数字、市场敏感，对文字则不一定敏感；二是从保荐机构的收费模式，比如根据融资额按比例收费，这二者似乎都会影响招股书的写作。从这个角度来看，中美两国披露规则、披露实践的差异，不仅在于规则本身，也不仅在于字面上的要求，可能还在于规则之外的实际运作。我国在进一步完善招股书撰写和审核机制的过程中，这些差异性也都是可供借鉴和参考的因素。

（稿件由金杜律师事务所证券部杨小蕾（合伙人）、唐应茂（顾问）撰写）