



阿克曼的錯誤

阿克曼 (Bill Ackman) 的維權對沖基金 Pershing Square Capital (管理83.6億美元) 對康寶萊 (Herbalife, HLF) 長達超過5年的狙擊，終於在上月告一段落。

阿克曼自2012年12月起高調拋空了共值10億美元的康寶萊股份，指控該公司利用金字塔式傳銷進行龐氏騙局，股價應該變為零 (當初沽空平均價為45美元)。美國視頻串流公司 Netflix (NFLX) 甚至將康寶萊被狙擊的故事拍成紀錄片。

選錯對象 姿勢高調

阿克曼的康寶萊賭注一直虧損，2017年10月已將沽空股份平倉，改為持有認沽期權 (約等於基金資產值的3%)。2018年2月底 (股價為92.1美元，由2018年初至2月底上升了35%，而去年則上升了40.7%)，阿克曼宣布已將認沽期權平倉，為這場戰鬥劃上句號。

其基金於2015年至2017年及2018年首兩個月份別倒退了20.5%，13.5%及4%及5.8%。該基

金最特別之處，是只持有9隻長倉及1隻短倉股票，任何大錯誤都會嚴重影響整體回報。

阿克曼在這場戰役上大敗，主因是康寶萊現金流強勁 (過去5年每年自由現金平均流達4.47億美元 (相等於過去5年底平均市值的8.5%)，於2013年仍是淨現金公司。雖然過去兩年 (2015年底至2017年底) 盈利倒退了36.9%，但於2017年2月透過貸款14.5億美元，在市場作大規模股份回購。公司於2017年全年總共回購了1,310萬股，總值8.44億美元的股份，相等於股本的15.23%。一年的回購額差不多等於阿克曼當初的拋空量。

勿太執着反向投資

歸納阿克曼這次的投資錯誤：一、當初拋空姿勢太高調及敞口太大，引起市場注意及其他金融大鱷對着幹；二、選錯對象，不應針對無負債及擁有強勁自由現金流的對手；三、一直不願意承認錯誤，堅持己見致泥足深陷；四、對手管理層面排除

困難反擊，最後獲勝。

另一著名維權及價值投資對沖基金，艾因霍恩 (David Einhorn) 的 Greenlight Capital (管理70億美元)，近年表現亦不符理想。2016年倒退了0.1%，2017年只上升1.6%，2018年1月及2月再下滑了5.5%及6.2% (同期標普500指數上升了10%，19.4%，5.6%及倒退3.9%)。對於1月的倒退，他歸咎其長倉回報幅度只及指數的一半，但短倉卻比指數上升多兩倍。

他組合內短倉包建築機械製造商卡特彼勒 (Caterpillar, CAT)，油田服務公司大陸資源 (Continental Resources, CLR)，及他所謂的科網「泡沫籃子」：雅典娜健康 (Athenahealth, ATHN)，達斯拉 (Tesla, TSLA)，亞瑪遜 (Amazon, AMZN) 及 Netflix。

艾因霍恩所犯的錯誤是太執着反向投資，堅持與大市對敵，以及輕視沒有盈利的公司。科網股於3月繼續跑贏大市，估計他的組合將會持續流血。■

權益披露：筆者旗下基金持有AMZN股份，並隨時於市場上買入或沽出。

阿克曼在這場戰役上大敗，主因是康寶萊現金流強勁 (過去5年每年自由現金平均流達4.47億美元 (相等於過去5年底平均市值的8.5%)，於2013年仍是淨現金公司。