

做空大战

康宝莱之战

概览

- 主要参与方
- 事件经过
- 论据
- 策略
- 重大事件

主要参与方

空方



比尔·阿克曼



HERBALIFE
Independent Distributor

康宝莱

多方



罗伯特·查普曼
查普曼资本创始人兼管理成员



卡尔·伊坎



丹尼尔·勒布

比尔·阿克曼

- 个人信息：
 - 1966年5月11日出生于一个犹太家庭，成长于纽约查帕阔。
 - 父母在纽约有一家房地产融资公司。
- 教育背景：
 - 1988年获哈佛大学学士学位。
 - 1992年获哈佛商学院MBA学位。
- 职业：潘兴广场资产管理公司创始人兼CEO
 - 自认为是主动型投资者。

个性

- 激进好斗
 - 和爸爸打赌，一定能在SAT语文考试中拿到满分，赌注是2000美元
 - 当时，他只有16岁，就敢押上全部积蓄。
 - “语文错了一题，数学错了三题……我仍然觉得有些考题是错的。”
- 好胜心强
 - 当被问及还要坚持“做空”康宝莱多久时，他这么回答：
 - “我们可没干坐着。我们正站在屋顶上大声疾呼。他们从没遇到过像我这样敢于揭露公司真相的人。我会全力以赴抗争到底。如果政府判定这家公司完全合法，我会劝说国会修改法律。我有道义上的义务去……”

个性（续）

- 好胜心强（续）：
 - 无谓的好胜心：
 - 与丹·勒布的自行车之旅
 - 在此插入阿克曼和勒布的照片

个性（续）

- 傲慢无礼、目中无人
 - “在他眼里，好像所有人，就连卡尔·伊坎这样的传奇人物，都低他一等似的。他在面对大众时脸上所呈现的那种厌恶、恼怒的神情，就好像他面对的是一个几周没有洗澡的流浪汉。就差捂住鼻子，不让自己闻到这些劣等生物的味道了。说来也奇怪，他又不是没失败过，在塔吉特、Borders、彭尼百货上也都栽过跟头，事实已经证明，他和普通老百姓一样容易犯错。不过，我也是听别人说，他对谁都这副德性。”——罗伯特·查普曼，查普曼资本公司

职业经历

- 1992：与哈佛校友共同成立Gotham Partners。
 - 初始资金为25万美元，后募集到300万美元。
 - 赢下了一系列漂亮的“赌局”。
 - 对洛克菲勒中心的投资，让Gotham资产翻倍。
- 1995：与保险业和房地产公司Leucadia National合作竞买洛克菲勒中心。
 - 虽然竞买失败，但阿克曼声名鹊起（商学院毕业仅三年）
 - 到1998年，资产规模突破5亿美元。

职业经历（续）

- 2002：阿克曼豪赌做空市政债券保险商MBIA Inc，该公司卖出了数十亿美元针对各类债务担保凭证（CDO）的信用违约互换（CDS）保护。
 - 做空依据：
 - CDO存在很高的违约风险
 - 因CDS交易受法律约束，MBIA通过关联公司进行交易。
 - 策略：
 - 购买针对MBIA公司债务的CDS保护。
 - 做空MBIA股票。
 - 对监管机构、评级机构和投资者发出警示。

职业经历（续）

- 2002-2003：法律诉讼与政府调查
 - 与被投资公司的股东打官司。
 - 时任纽约总检察长的艾略特·斯皮策对Gotham的交易行为进行了调查。
 - 阿克曼决定对Gotham实施清算。
- 2004：成立潘兴广场资产管理公司
 - 大胜案例：
 - Wendy's、Ceridian、麦当劳、汉堡王、General Growth地产、加拿大太平洋铁路等
 - 大败案例：
 - Borders、塔吉特、彭尼百货等

职业经历（续）

- 2008：豪赌MBIA，阿克曼大获全胜。
 - 回顾阿克曼2002年给出的结论性意见：
 - “如果你们再不调查M.B.I.A，继续听之任之，一场令人难以置信的金融危机必将爆发，在劫难逃。”
 - 事实证明，阿克曼是对的。
 - 金融危机爆发，M.B.I.A.几近崩盘。
 - 阿克曼及其投资者共获利约14亿美元。
- 2012 – 现在：华尔街正在上演
 - 康宝莱之战

康宝莱

- 在纽约证交所挂牌上市（代码：HLF）。
- 成立于1980年，总部位于加州洛杉矶。
- 产品：体重管理产品、营养补充剂
 - 分销网点遍布91个国家，拥有独立分销商约320万个。
- 关键财务指标（2012财年）：
 - 收入：>40亿美元
 - 营业收益：6.61亿美元
 - 净收益：4.77亿美元
 - 总资产：17亿美元
 - 总权益：4.21亿美元

商业模式

- 直销、多层次营销模式：
 - 不走零售门店商业分销渠道；
 - 发展独立分销商，挨家挨户或通过口碑销售；
 - 分销商获取报酬的途径：
 - 直接向客户出售产品的业绩；及
 - 他们所发展的下线分销商的销售业绩
- 围绕多层次营销模式的争议
 - 是合法销售，还是传销？

公司历史

- 1980年2月，由马克·休斯创立。
 - 靠用他的汽车后备箱销售减肥产品起家。
 - 母亲因饮食混乱、体重管理不当而亡，受此启发创办公司（尽管对此说法有争议！）
 - 采用直销、多层次营销模式。
- 1986：在纳斯达克上市。
- 1996：年销售额突破10亿美元。

公司历史（续）

- 2000年5月20日：马克·休斯去世，年仅44岁，引发争议。
 - 意外性过量服用酒精和抗抑郁药物。
- 2002：杠杆收购
 - 公司被Whitney & Company和Golden Gate Capital以6.85亿美元收购，恢复私营公司身份。
- 2003年4月：迈克尔·约翰逊加盟康宝莱出任CEO，之前在迪士尼公司效力17年。

公司历史（续）

- 2004年12月16日：登陆纽约证交所，二度上市。
 - 2004年净销售额：13亿美元
- 2005年4月：康宝莱25周年庆
 - 活动持续4天，全球共有3.5万名独立分销商出席。
- 2005年8月：史蒂夫·赫尼格博士加盟公司，出任首席科学官，负责产品研发。

公司历史（续）

- 2012年12月20日：阿克曼向康宝莱发难，指其涉嫌传销。
- 2014年5月7日：康宝莱宣布回购价值2.66亿美元的股票。
 - 逼空？

与产品有关的法律诉讼

- 巴里·明科 vs. 康宝莱： 2008
 - 欺诈调查研究所指控康宝莱产品含铅量超过加州规定水平，易导致肝病。
 - 康宝莱花30万美元与明科和解。
- 其他肝病调查： 2004-2009
 - 以色列、西班牙、瑞士、冰岛、阿根廷和美国等地均有相关病例报道。
 - 混合证据

与多层次营销有关的诉讼

- 2004年，8,700名以前和现任的分销商向康宝莱提起集体诉讼：
 - 指控康宝莱 “实为传销”
 - 花600万美元与原告方达成和解，不承认有罪。
- 2005年和2003年分别在加州和西弗吉尼亚州遭到集体诉讼
 - 连锁骗局、披露不充分、非法电话营销、欺诈及欺骗
 - 用700万美元和解。

罗伯特·查普曼

- 自1996年起，查普曼便一直在从事主动型投资，并获得巨大成功。
- 查普曼力挺康宝莱13年，最早可追溯至20世纪90年代末。
- 早在2000年，身为主动型投资公司的查普曼资本，曾敦促康宝莱对高管薪酬和治理进行改革。

丹尼尔·勒布

- 三点公司创始人兼CEO
 - 主动型对冲基金，资产规模140亿美元。
 - 1961年出生于加州的一个犹太人家庭。
 - 个人资产净值估计在22亿美元。
- 为什么勒布不喜欢阿克曼？
 - 阿克曼的性格：与阿克曼的自行车之旅
 - 投资亏损：
 - 2007年，勒布向阿克曼筹集的一个先募资、后锁定项目的盲资基金投了2亿美元。
 - 结果，因阿克曼赌输塔吉特，巨亏近1.75亿美元（90%）。

卡尔·伊坎

- 伊坎企业创始人、大股东
 - 1936年，出生于纽约的一个犹太人家庭；
 - 当属世界上最著名、最富影响力的主动型投资者；
 - 个人净值估计在247亿美元。
- 伊坎在彭博电视上公开表示不喜欢阿克曼。
 - “我不喜欢阿克曼，这件事可说是人尽皆知，华尔街也不例外。我认为他这么做是不对的，不要假仁假义地说：‘看，我这么做是为了造福全世界人民，我想给康宝莱带来光明。’我只想说，这是胡扯。”

卡尔·伊坎（续）

- 2003年，伊坎因一场与阿克曼的商业纠纷损失900万美元。
 - 清算Gotham Partners时，阿克曼将他持有的Hallwood Realty 股份以80美元一股的价格卖给了伊坎，并签订书面协议约定，如果伊坎三年内卖掉Hallwood，且回报率超过10%，那么超过部分的利润要同阿克曼平分。
 - 2004年4月，伊坎以每股138美元现金的价格，将Hallwood Realty 与HRPT 地产信托合并。
 - 根据两人的协议，阿克曼认为自己该得其中的450万美元。他等了几天，然后致电伊坎，要求收款。

卡尔·伊坎（续）

- 接下来发生的事
 - 伊坎说：“首先，我没有卖掉股份。”他说他对合并投的是反对票，但他的股份还是被兑现了。
 - 阿克曼问：“那你还持有那些股份吗？”
 - 伊坎回答：“股份是没了，但我没卖。”
 - 阿克曼威胁要告伊坎，拿回那笔钱。
 - 伊坎说：“告啊，去告我啊。”
 - 2004年，阿克曼果真把伊坎告上法庭。2011年10月，法院裁定阿克曼胜诉，伊坎赔付阿克曼900万美元，包含多年的应计利息。



做空想法的发展过程

- 2011年夏，从Indago集团那里获得做空康宝莱的想法。
 - Indago是由克莉丝汀·理查德和戴安娜·舒尔曼（人称“Indago女郎”）经营的高端投资研究公司。
 - 为获得独家投资意见，对冲基金（包括阿克曼）每月向Indago支付1万美元，另加费用。
- 由于当时正忙于加拿大太平洋铁路委托书争夺战（后大获成功），阿克曼将做空康宝莱的想法交给了他的下属谢恩·丁南和马里乌什·阿达姆斯基。

做空想法的发展过程（续）

- 2012年2月22日，Indago女郎完成了针对康宝莱的报告，篇幅达100页。
 - “康宝莱是个惊人的骗局。康宝莱的经营模式是传销，它的收入并非来自产品的零售收入，而是投资者在这个商机中赔进去的资本。我们的研究显示，通过操纵和虚假陈述，康宝莱向经销商和投资大众隐藏了自己真实的商业模式。康宝莱的目的不是通过销售营养补充剂和体重管理产品，为大众提供健康的生活方式；而是在销售一种极其危险的金融产品：对发展更多分销商的商业机会的投资。公司的商品只不过是其用来在传销骗局中出售金融投资的工具而已。”

阿克曼的最初反应

- 阿克曼表示了兴趣，但持谨慎态度。
 - 做空股票风险极高。
 - 上行空间有限，但下行空间无限。
 - 做空对象可能实施“逼空”。
 - 康宝莱有33年的历史，已成功抵御多起攻击。
 - 2005-2012年间，康宝莱股价涨了10番。
 - 康宝莱有强大的现金余额（3.2亿美元），足以支撑其进行回购并注销股票。

等待催化剂

- Indago女郎同绿光资本的大卫·爱因霍恩交流了他们对康宝莱的看法。
 - 爱因霍恩和阿克曼曾是好朋友。2011年，两人关系闹僵——意想不到吧？
- 被Indago详细的分析说服，爱因霍恩开始逐步做空康宝莱。
- 2012年5月1日，在康宝莱一季度投资者电话会议上，爱因霍恩突然跳出来发难：
 - 在公司的销售收入中，有百分之几来自经销商、百分之几来自真正的客户？

等待催化剂（续）

- 起初，公司总裁德斯·沃尔什表示：“70%或以上”来自消费者或经销商“自用”产品的销售。
- 爱因霍恩要求沃尔什进一步澄清，后者表示他手上没有“*确切的百分比*”，因为“*我们没必要公开到这么具体。*”
 - 这个回答出人意料——这个信息本该是随时都可以公开的！
- 当天股市收盘时，康宝莱股价重挫，从每股70美元暴跌至每股56美元。

阿克曼被说服了！

- 阿克曼认为催化剂已现身。
 - “貌似大卫打算公开行动。让他当催化剂，我们就在幕后做空，这样就不必处理各种让台前的做空者头疼的麻烦了。”
- 阿克曼扣动了扳机，开始做空康宝莱。
 - 空头头寸增至2000多万股，占流通股的20%

催化剂未现身！

- 阿克曼以为爱因霍恩会在2012年5月16日的年度Ira Sohn投资大会上兜售他做空康宝莱的想法。
 - Sohn为著名对冲基金经理提供一个平台，供其兜售已经建仓的空头或多投头寸，他们很清楚，自己的每一句话都能让市场向着对自己有利的方向运行。
- 在发表讲话前，爱因霍恩播放了一张印有MLM字样的幻灯片。但这个MLM只是他所持有的Martin Marietta Materials 的股票代码。对此，市场迅速做出反应，当天康宝莱股价上涨超过10%。
 - 爱因霍恩在耍阿克曼？

阿克曼自己叩响了扳机！

- 2012年，阿克曼率领其团队奋战了整个夏天和秋天，拿出了他们自己的康宝莱报告。
- 2012年12月20日，阿克曼在Sohn大会上安排了一个特别环节，陈述了他做空康宝莱的想法。
 - “对我个人而言，最最重要的事情就是，能够说出自己最真实的想法。我是一个立志改变世界的人，我知道这话听起来很扯。我不喜欢从事对美国不利的投资。你说我自以为是也好，虚伪狡猾也罢。我的钱多得花不完，我不必为了谋生而打拼。我这么做完全是因为我喜欢做这些事。”

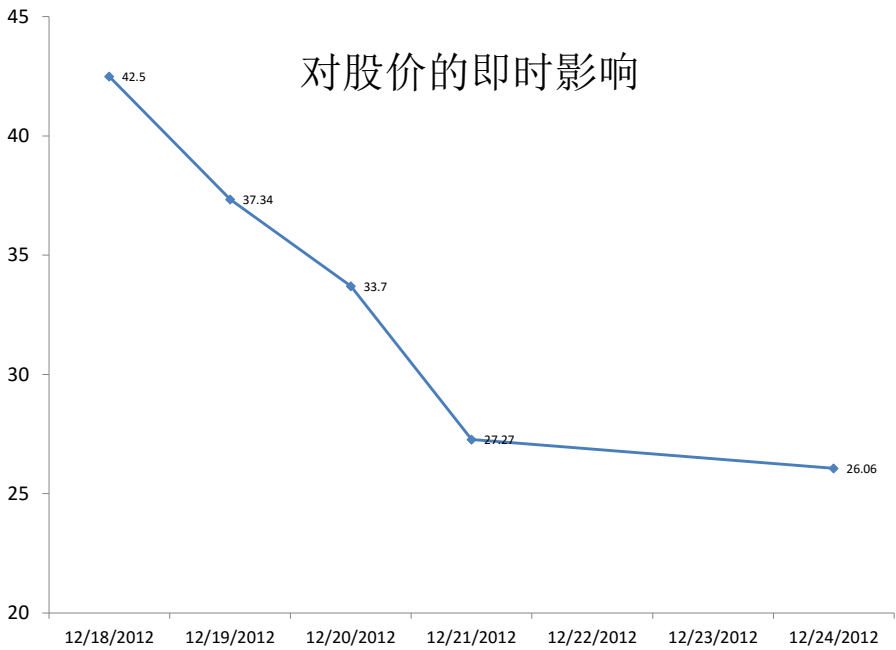
开战之日：2012年12月20日

- 12月19日：阿克曼致电CNBC记者凯特·凯利
 - “我们要找合适的人来听.....”
 - 下午两点，凯利直播报道，“潘兴广场重仓做空了一只新股票”，阿克曼第二天将向观众进行完整的陈述。
- 12月20日：
 - 约有500人抵达现场；
 - 另有1,300人在线观看。
 - 阿克曼作了3小时的陈述，共计330页幻灯片。
 - “谁想成为百万富翁？”

阿克曼的圣战

- 宣布10亿美元做空康宝莱
 - 占潘兴广场总资本的10%，康宝莱股份的20%。
- 承诺将做空康宝莱的个人所得全部捐给慈善机构。
- 将自己塑造成传销受害人的捍卫者。
 - “世界上有数以百万计的低收入人群，他们相信存在一个能让他们成为百万富翁、甚至亿万富翁的机会，可事实是，他们一直在被愚弄。我们只想揭露真相。如果经销商知道，年入9.5万美元——也就是他们所说的百万团队——的概率，不足1%的话，相信没有人会加入。我们只想揭露这个真相。康宝莱一直在想方设法瞒天过海。”

对股价的即时影响



康宝莱的反击——意料之中！

- 发布新闻稿：
 - “康宝莱始终秉承最高的道德和质量标准..... 公司聘请独立、外部专家，以确保我们的运营完全符合法律法规。康宝莱的经营模式不是非法传销。”
- 逼空：
 - 至2013年4月，康宝莱已花费1.5亿美元回购了400万股公司股票。
- 在同阿克曼的较量中，康宝莱并非孤军奋战。
 - 几个重量级的同盟浮出水面... ..

罗伯特·查普曼打头炮！

- 2013年元旦，在博客上发表文章称：
 - 康宝莱被严重低估。
 - 阿克曼的做空主题一定是错的。
- 自阿克曼掀起卖空浪潮起，查普曼持仓康宝莱股份至35%。

丹尼尔·勒布加入战斗

- 2013年1月9日，勒布提出，已经以3亿美元购得康宝莱890万股（8.24%）。
 - “那个卖空者发表的夸张言论引发了恐慌性抛售，而我偏偏就是在这个时候买入的。”
- 在致客户信中，他这样写道：这只股票可以“轻松”回到2012年4月每股约70美元的高点。最不济股价也能达到每股55-68美元，三点公司可以从中获利40%-70%，所以，康宝莱是很有吸引力的做多目标。
- 勒布发表声明后，康宝莱股价应声上涨约10%。

卡尔·伊坎与勒布联手

- 1月16日：据消息称，伊坎持有“少量”康宝莱股份。
- 1月24日：伊坎在彭博电视台公开指责阿克曼。
- 1月25日：伊坎和阿克曼在CNBC节目中大打口水战。
- 2月14日：伊坎宣布增持康宝莱至12.98%。
 - 康宝莱股价较上一收盘日暴涨21.4%。
- 最终，伊坎增持康宝莱股份至17%，获5个董事会席位。

爱因霍恩站在哪个阵营？

- 爱因霍恩在1月下旬宣布，他通过做空康宝莱赚了钱，并已在2012年平仓。
 - 阿克曼充当了爱因霍恩的催化剂！！
- 阿克曼对自己的想法依然深信不疑。
 - “顺便说一下，相比我们投资组合中的其他任何一项投资，我对康宝莱的投资感觉最好。”他说，“我可以告诉你我对我们持有过的其他所有投资的种种担心，彭尼百货等等等等。加拿大太平洋铁路的股价当年从46美元涨到117美元，是吧？有没有风险？绝对有。我们的其他所有投资都有风险。但康宝莱没有。”

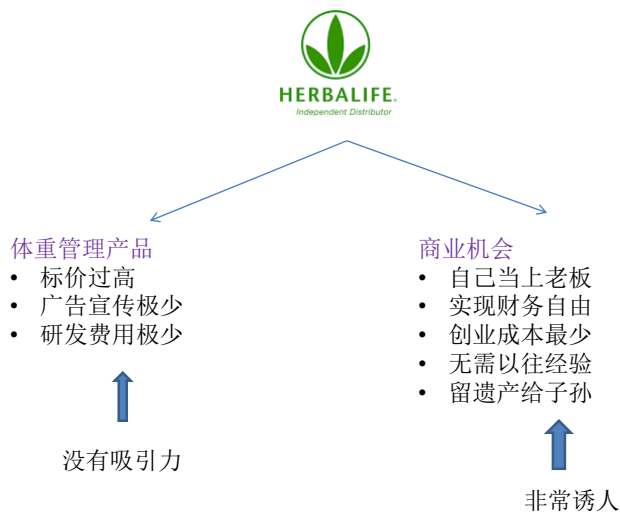
阿克曼的投资主题

- 康宝莱是一个传销骗局：
 - 独立分销商“主要通过发展下线——而不是通过向消费者销售商品和服务——来赚钱”。
 - 康宝莱虚增产品的建议零售价，在公开披露的文档中夸大“零售额”，藉此掩盖以下事实：分销商获取的发展会员奖金远远高于他们所创造的零售利润。

何谓传销？

- 联邦贸易委员会给出的定义：
 - 如果一个组织向公众销售商品和服务，而该组织的加入者通过以下两种方式获取酬劳：（1）发展新会员；（2）向消费者销售该组织的商品和服务。如果加入者主要通过发展新会员，而非向消费者销售商品和服务来赚钱的话，该组织就被视为从事传销。
- 顶层人员是从传销金字塔结构的底层人员的损失中牟利。

康宝莱卖的是什么？



康宝莱如何宣传商业机会？

- 视频片段：
 - <http://www.pscmhlflibrary.com/profile-of-an-herbalife-chairmans-club-member/>
- 你怎么看？
 - 一个真正的美国/中国梦？抑或
 - 只是一个传销骗局？

通向顶层的阶梯：11 层

层级		占分销商总数的比例	年薪中值
销售领导者	创始人圈子	0.04%	\$336,901
	董事长俱乐部		
	总裁团队		
	百万富翁团队	0.1%	\$97,303
	全球扩张团队	0.5%	\$19,417
	全球团队	0.5%	\$5,659
	监督者	5.9%	\$475
非销售领导者	合格生产者	93%	\$0
	成功缔造者		
	高级顾问		
	普通会员		

顶层1%的分销商获得88%的收益！

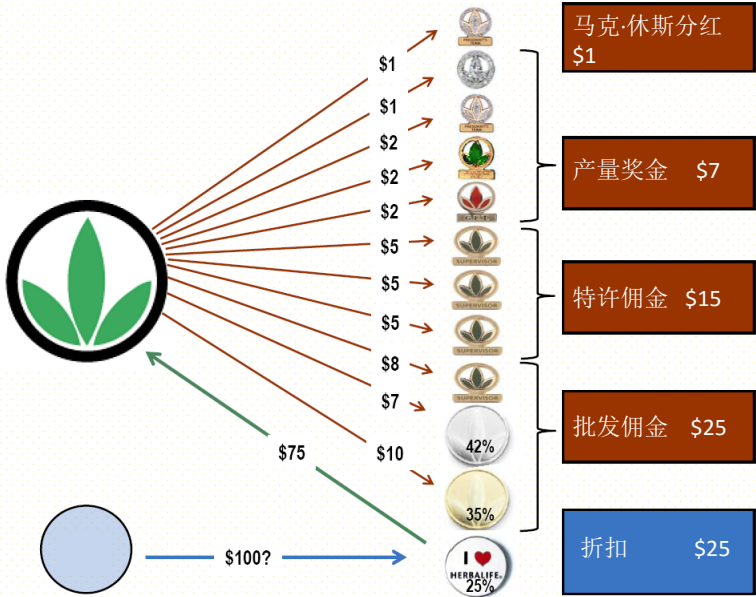
分销商如何获取酬劳？
2 种获取方式，6种不同名目

零售 利润	折扣	分销商购买产品时享受一定的折扣，然后销售给零售客户，通过这种途径赚取利润。
	批发佣金	当分销商所在的非销售领导组织中的其他分销商以更低的折扣（25%、35%、42%）向康宝莱直接购买产品时，前者这些分销商就可以获得佣金。
发展会员奖金	特许佣金	分销商援助其他分销商建立自己的销售领导组织，就可以赚取特许佣金。特许佣金是按下线购买产品的零售价的一定比例计算，最高为15%（分为3个等级）。
	产量奖金	资深销售领导者可以赚取产量奖金。产量奖金是按下线购买产品的零售价的一定比例计算，最高为7%（在利润链条上“无限深”）。
	马克·休斯分红	向最资深的销售领导者酌情发放的奖金，累积金额是零售额的1%。
	假期/晋升	符合条件的销售领导者可享。

顶层分销商因额外的发展会员奖金而赚得更多

层级		零售利润		发展会员奖金			
		折扣	批发佣金	特许佣金	产量奖金	马克·休斯分红	假期/晋升
销售领导者	创始人圈子	50%	8-25%	5% (3X)	7%	>1%	是
	总裁团队	50%	8-25%	5% (3X)	6%	<1%	是
	百万富翁团队	50%	8-25%	5% (3X)	4%		是
	全球扩张团队	50%	8-25%	5% (3X)	2%		是
	监督者	50%	8-25%	5% (3X)			是
非销售领导者	合格生产者	42%	7-17%				
	成功缔造者	35%	10%				
	资深顾问	25%					

康宝莱的薪酬计划：
两种获利方式，6种不同名目（举例）



示例（续）

	金额	百分比
建议零售价	\$100	100%
购买价格	(75)	
零售利润	\$25	25%
批发佣金	25	
特许佣金	15	
产量奖金	7	
马克·休斯分红	1	
发展会员奖金	\$48	48%
总支出	\$73	73%

康宝莱损益表中的分销商支出

	2008	2011
零售额	\$3,811	\$5,428
50% 的折扣 (零售利润) → 分销商折让	(1,779)	(2,483)
产品销售额	\$2,032	\$2,945
S&H 收入	327	510
净销售额	\$2,359	\$3,455
销售成本	(458)	(680)
23%的发展会员奖金： --15%的特许佣金 -- 7% 的产量奖金 -- 1% 的马克·休斯分红 → 特许佣金	(797)	(1,138)
销售、一般及管理费用	(772)	(1,075)
息税前收益	\$332	\$562

主要通过零售利润给分销商支付报酬
- 而非发展会员奖金。

两项重要观察

- 所报告的“零售利润”是在假设产品按建议零售价出售的条件下估计得出。实际“零售利润”依实际零售价而不同。
 - “产品销售额”代表分销商支付给康宝莱的实际产品购买价格。
 - “零售额”是根据建议零售价估算，而不是根据卖给零售客户的实际价格。
- 特许佣金是按建议零售价的一定百分比支付，因而与实际售价无关。

分销商支出的误导性表述

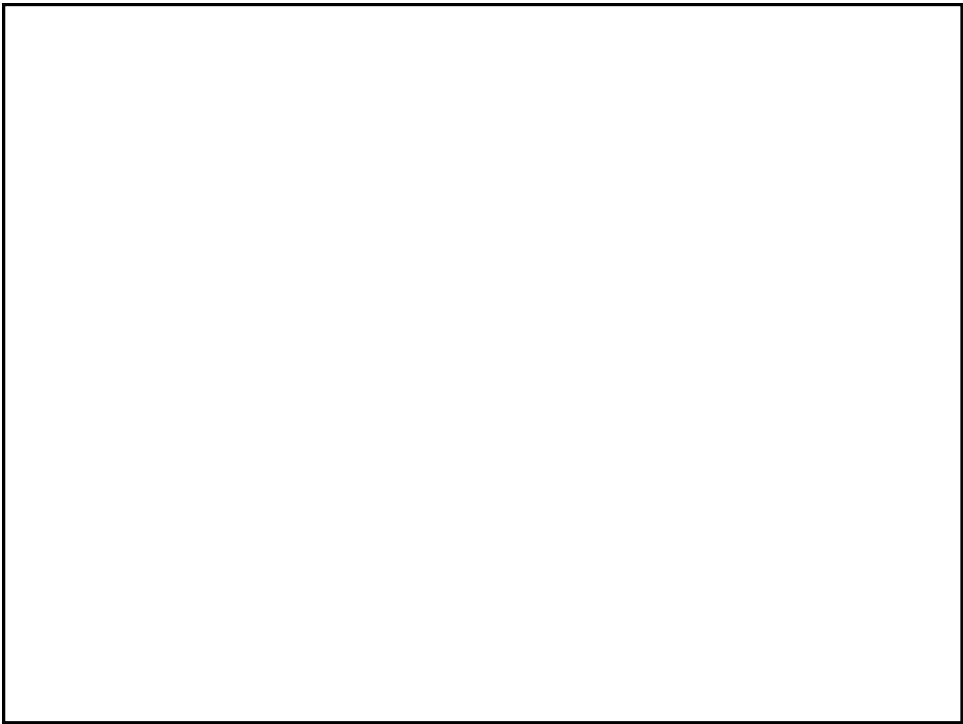
- 50% 的 “零售利润”：
- 23% 的 “发展会员奖金”：

调整#1：

调整#2:

调整#3:

-



调整#4:



小结：

	康宝莱的版本		实际版本	
	金额	百分比	金额	百分比
零售额	\$5,264	100%	\$5,264	100%
分销商折让	\$2,492	47%	\$2,492	47%
减：内部消费				
减：调整后实际零售价				
减：批发佣金				
零售利润	\$2,492	47%		
特许佣金	\$1,138	22%	\$1,138	22%
加：批发佣金				
加：销售、一般及管理费用中的奖励				
发展会员奖金	\$1,138	22%		
支出比率		69%		
发展会员奖金在支出中的占比		31%		

结论：

**查普曼的投资主题：
依据他在元旦（2013/01/01）的博客发帖**

- 击败康宝莱的两种途径：
 - 政府对康宝莱采取不利行动；
 - 分销商大规模出逃。
- “我认为阿克曼已经得出结论，认为联邦贸易委员会不会支持他对康宝莱的讨伐。相反，他意识到，自己必须把焦点集中于康宝莱现有和潜在的分销商，祈祷媒体关注会对这些分销商选择加入或继续追随康宝莱团队的任何决定产生实质性的不利影响。”

**对立点#1：
内部消费**

- 联邦贸易委员会（FTC）已于2004年澄清/解决了这个问题：“*FTC*是否将一项活动视为传销并不取决于任何一个采取多级补偿模式的企业中的内部消费量。”（*FTC*在2004年1月14日发布的一封信）。

对立点 #2: FTC采取重大不利举措的概率几乎为零

- 咨询过美国专门研究多层次直销/监管动态的顶尖律师。
 - FTC不可能调查并查封康宝莱。
- 消费者投诉很少：
 - 每年不到40起。
- 所提及的旧案例缺乏相关性
- 政府未做清晰界定（存在大量灰色区域）：
 - FTC决定，鉴于情况过于复杂，2011年还不宜对多层次直销商进行管制。
- 康宝莱公司规模庞大，历经考验。
 - 康宝莱已存在32年，在此期间，FTC尚未发现对其进行追查的必要性。

对立点 #3: 直销协会游说得力

- 直销协会（DSA）充当游说机构，旨在保护多层次直销行业免受繁杂政府管制的约束。
- 2006年，直销协会成功领导了一场运动，将17,000条评论提交给FTC，要求豁免“商业机会”规定中的限制性要求。
- 直销协会比阿克曼的同盟军更强大。

对立点 #4: 利好因素： 肥尾效应和工作保障

- 康宝莱拥有两个一直对其有利的因素：
 - 肥胖人士大量存在（“肥尾”）；
 - 不乏结构性失业/未充分就业人员。
- 做空康宝莱“最最基本”的考量：
 - 美国政府是否从肥胖人数减少（保险费用降低）和失业人数减少（预算赤字变小）中获益？
 - 如果康宝莱对美国的财政健康以及美国人民的身体健康所产生的影响对美国政府有利，而每年的投诉量仅有40条，又何必查封它呢？

对立点#5: 阿克曼“产生兴趣”的时机

- 在爱因霍恩提出警示问题后，康宝莱的股价跌至40美元，而此前的交易价格超过70美元。
- 在12月受阿克曼言论打击之前，康宝莱的股价在该年秋天因公司实现了突出的财务成果而反弹至55美元上下。
- 阿克曼为何在12月底走入公众视线？
 - 由于正处假日季，缺乏市场深度和流动性；
 - 在卖空浪潮高涨之际，康宝莱缺乏机构需求；
 - 财年最后一个月对康宝莱而言是“内部交易管制期”，
 - 禁止根据9.5亿美元的回购授权买回股票；
 - 由于2012年末的经营结果要进行广泛的年末审计，因而要再过几个月才能看到。
 - 阿克曼要在年末之前打一记漂亮仗，以改善自己在2012年的欠佳表现。

对立点 #6: 康宝莱正奋力御敌！

- 康宝莱已聘请备受推崇的投资银行美驰集团（Moelis & Company）为公司开展一项庞大的股票回购计划。
- 康宝莱还聘请了一家知名的律师事务所 Boies, Shiller & Flexner 为公司处理诉讼事务。

对立点 #7: 康宝莱的超廉价估值！

- 基于息税折旧摊销前收益（EBITDA）：
 - 2012年7.25亿美元，2011年6.34亿美元，2010年4.8亿美元
 - 对抗阿克曼每天要耗费200万美元
 - 稍有负债：5亿美元银行债务
 - 流动性强：3亿美元现金，7亿美元借款能力
 - 假设标普500指数倍数为8倍的EBITDA：
 - 企业总价值 = $8 \times 7.25 \text{ 亿美元} = 58 \text{ 亿美元}$
 - 权益价值 = $58 \text{ 亿美元} - 5 \text{ 亿美元（债务）} + 1.5 \text{ 亿美元（经营需要以外的现金）} = 54.5 \text{ 亿美元}$
 - 每股公允价值 = $54.5 \text{ 亿美元} / 1.08 \text{ 亿股} = 50.46 \text{ 美元/股}$
 - 可比多层次直销公司的倍数：
 - 特百惠（Tupperware）和雅芳（Avon）：超过9倍的EBITDA

对立点 #7 （续）

- 基于收益：
 - 2012年为每股4美元，2013年预计为每股4.5美元。
 - 当前股价为每股30美元，表示市盈率为7倍，而当前的标普500指数的市盈率为13倍。
 - 对于一家以超过15%的增长率在增长的公司，我们会预期看到一个溢价倍数。一直关注康宝莱的分析师预期的目标价格在65-101美元之间。
 - 如果康宝莱2013年的净收益为5亿美元，并且回购了3000万股流通在外的股票（10亿美元股票回购计划），就极有可能把每股收益推高至6美元以上。以11-12倍的市盈率保守估计，康宝莱2013年的股价可能超过70美元。

对立点 #7 （续）

- 底线：
 - 阿克曼确实不遗余力地在告诉全世界，自己以大约4倍EBITDA或者说7倍每股收益在做空一家相对非举债经营公司20%左右的股票。
 - 查普曼宣布，他所掌管的基金就是在阿克曼大量抛售康宝莱股票期间以每股25.30美元的价格购入了康宝莱的股票。
 - 截止2013年1月1日，康宝莱的股价已经回升至每股约30美元。

假如阿克曼是对的，结果会怎样？

- 联邦贸易委员会不太可能彻底查封康宝莱，不过还是有可能迫使康宝莱改变经营做法，从而导致康宝莱的销售额和经营收益下降。
 - 假设销售额下降20%，税前收益缩水25%。
 - EBITDA = 4.5亿美元
 - 股价 = 17美元（假设5倍的市盈率）
- 假设发生这种情况的概率为10%：
 - 股价 = $0.1 \times 17 \text{美元} + 0.9 \times 90 \text{美元} = 47 \text{美元}$

勒布的投资主题

- 勒布的一位重要合伙人吉姆·卡拉瑟斯（Jim Carruthers）专门研究做空理念。
 - 和Indago女郎一样，卡拉瑟斯对多层次直销商进行了深入研究。
- “这个行业充斥着谎言、欺骗和欺诈。”
 - 决定做空两家上市的多层次直销公司（如新【Nu Skin】和优莎娜【Usana】）。
- 但他们放过了康宝莱。
 - 卡拉瑟斯并不喜欢康宝莱，但也没有讨厌到对它做空的程度。

为何不做空康宝莱？

- 有人在过去因做空这只股票而亏过钱。
- 康宝莱的规模太过庞大、资金太过充裕，在多层次直销行业已经经营33年之久。
- 一旦爱因霍恩开始动手，做空康宝莱将瞬间成为一项非常“拥挤”的交易。
- 即便联邦贸易委员会查封康宝莱在美国的业务（可能性极低），这部分业务也仅占其总销售额的20%。

为何做多康宝莱？

- “康宝莱正常的股价应该在40-50美元之间，但现在的价格是20多美元，” 勒布提出了自己的想法，“阿克曼创造了这样一种情形，如果康宝莱回购股票，宣布派发一些股息，公司股价就有可以涨到60 或70美元。”
- 卡拉瑟斯明白，勒布只是在考虑为他的投资者赚点快钱，因而他赞同勒布的计划。

伊坎的投资主题

- 他就是讨厌阿克曼。
- 他想精心策划一场针对这个家伙的最完美的逼空戏码！
- 这两人在10年前就已互生嫌隙，记得吗？中国有句老话：君子报仇，十年不晚。

阿克曼采取的策略

- 向监管机构游说：
 - “因此，进行这项投资，我们所承担的风险就是，我们能否让全世界都来关注一家公司，这家公司能否吸引到足够的关注，以便让证监会、联邦贸易委员会、50个州的检察长都对它产生兴趣？”
 - 向证监会和联邦贸易委员会做陈述报告；
 - 聘请由前国会议员、总统府幕僚和参议员幕僚经营的游说公司。
 - 聘请华盛顿一家专门声张民意的公司杜威广场集团（Dewey Square Group），后者雇佣水军发送对康宝莱不利的电子邮件、推特、信件或组织集会，通过这些途径对官员们施加影响。

阿克曼采取的策略（续）

- 扩大同盟军：
 - 携手拉丁裔联盟（Hispanic Federation）和全国消费者联盟（National consumers Leagues）。
 - 向他们支付130,000美元 – 捐款？
 - 2014年2月，有将近30个与拥护拉丁裔和教会团体有关联的人士飞抵华盛顿，会见国会众议院议员和联邦贸易委员会主席。
 - 阿克曼说服了国会众议院的4名议员、纽约州的一名参议员、波士顿的一名市议员、内华达州参议院多数党领袖以及加州其他在职官员加入自己的阵营。

阿克曼采取的策略（续）

- 寻找受害者：
 - 阿克曼此役的一大问题是缺少受害者向康宝莱大举提起诉讼。
 - 阿克曼采取的解决办法就是向非盈利团体捐款，找到所需要的受害人，迫使监管机构采取行动。
 - 阿克曼聘请了一家名为全球策略集团（Global Strategy Group）的咨询公司，后者开始支付以下款项：
 - 向拉丁裔联盟支付120,000美元
 - 向移民联盟“纽约之路”（Make the Road New York）支付10,000美元

康宝莱的反击

- 扩大自己的游说公司阵营
 - 聘请格洛弗帕克集团（Glover Park Group）（由前克林顿政府幕僚创办）和波德斯塔集团（Podesta Group）（因与奥巴马政府关系密切而闻名）。
 - 2014年2月，在这些游说公司的帮助之下，康宝莱为30多位国会幕僚私下举行了一场情况通报会，针对阿克曼的攻击进行自我辩护。
 - 聘请Dickstein Shapiro律师事务所，该事务所的一大业务是游说美国的检察长。

康宝莱的反击（续）

- 竞相捐款：
 - 大幅增加对拉丁裔团体的捐款支出。
 - 向波多黎各国家联盟（NPRC）捐款25,000美元；
 - NPRC主席在一个称作“康宝莱之友”（“*Friends of Herbalife*”）的团体寄来的信上签字，支持康宝莱的业务做法。
 - 引发一场竞标战：
 - 美国拉丁裔领导研究所（The United States Hispanic Leadership Institute）通知阿克曼的顾问团队，表示已经收到康宝莱30,000美元的捐款，并向潘兴广场资产管理公司索要等额捐款。
 - “康宝莱捐赠了3万美元，贵方能否捐赠等额善款？如若我方保持中立态度，康宝莱不予接受，并欲撤回捐赠，贵方能否代其捐款？”

重大事件

- 2013年对阿克曼而言是损失惨重的一年。
 - 事实是，康宝莱跻身表现最佳的5只股票之列
 - 突出的财务成果和强大的逼空努力
 - 阿克曼因持有的空头头寸损失将近5亿美元。
- 2014年，趋势似乎转为不利于康宝莱。
 - 1月23日：参议员马奇（Markey）呼吁开展调查。
 - 3月11日：阿克曼猛烈抨击康宝莱在中国的业务做法。
 - 3月12日：联邦贸易委员会启动正式调查。
 - 4月11日：司法部启动正式调查。
- 康宝莱的股价从1月份81.45美元的高点跌至12月4日的42.84美元。