



唐朝

2025 年 4 月 18 日

【致股东信 2000-6】鼓捣猫宁，朋友们早上好

今日我们聊聊巴菲特于 2000 年完成的一桩重大且极具标志性的投资收购案——斥资 12.4 亿美元收购中美洲能源 76% 的股权。

这起收购之所以具有标志性的意义，主要是因为巴菲特首次大规模踏入公共事业领域，开始投资资产负债率比较高，对资本需要比较高，然而盈利能力却受到管控的企业。这和上个世纪巴菲特一贯坚持的投“具备老唐三大前提特点”类型企业（哈哈，他可不知道老唐），出现了巨大的转变。

中美洲能源早期叫加州能源公司，成立于 1971 年，主营电力和天然气供应。这样的公用事业类企业，依据美国《公用事业控股公司法》的规定，像伯克希尔这样拥有保险业务的大型企业集团持有公用事业公司的表决权不得超过 10%。

因此，尽管巴菲特收购了 76% 的股权，但最终仅拥有 9.7% 的投票权。

此外，中美洲能源当时负债水平较高。负债超过总资产的一半，换句话说也就是负债高于净资产。

此类投资在巴菲特过往的投资策略中几乎没有出现过，它展示了他投资策略的几个重要转变：

首先，巴菲特开始涉足那些需要大量资金投入，然而回报率却相对较低的企业。

例如中美洲能源这类从事电力和天然气销售的公用事业企业，在美国绝大多数州，其净资产收益率通常被行政法规限定在 10% 左右——不同的州上限规则不同，但基本集中在 8%~12% 之间，平均大概 10%。

其次，从当时的数据来看，中美洲能源的实际净资产收益率也就 8% 左右。和巴菲特以往一直喜欢的净资产收益率动辄 50%，乃至超过 100% 的企业，完全是个大掉头。

同时，巴菲特的收购价格还不低。当年中美洲能源每股利润是 2.59 美元，每股净资产约 34 美元，收购作价对应市盈率约 13.5 倍，市净率略超 1 倍，这在公用事业企业里，已经算是一个比较高的估值水平了。

更何况，巴菲特是支付了 76% 的收购款 (35.05 美元 $\times$ 3546.4 万股 $\approx$ 12.4 亿美元)，但仅获得了不足 9.7% 的投票权。

这一情况其实主要反映出 2000 年后巴菲特面临的一个巨大难题：资金过剩。他手中大量的资金缺乏合适的投资渠道，因此需要寻找那种未来能够继续吸纳或者消耗巨量资本，并且能带来

比货币市场和国债市场更高的稳定收益投资机会。

正是这个外在条件变化，促使他开始大规模投资像中美洲能源这样的企业，以及未来投铁路公司这样的企业，都展示了同样的思路。

注意，这种外在条件，是我们不具备的(谁具备了，站出来让我们羡慕一下)，所以这种投资案例，我们可以学习，但没有模仿的需要。

后来，巴菲特借助中美洲能源对外收购需要资金的契机，通过增资的方式将其持股比例提升至 80.5%。

关于为何要将持股比例提高到 80%以上，我在《投资研习录》中做过详细阐释，主要是出于税务方面的考量。在美国税法中，持股比例超过 80%与低于 80%存在显著税负差异，对此感兴趣的朋友可查阅《投资研习录》的相关内容。

同时，这起收购实际上带有一定的偶然性，人的因素起到了关键作用。中美洲能源的大股东是巴菲特的发小——沃尔特·斯科特。

斯科特是巴菲特的发小和同学，两个人关系一直很好。好到什么程度，我曾经介绍过，斯科特娶的老婆就是巴菲特高中时候的女朋友，哈哈。

斯科特自己也有一家上市公司，而且奥马哈很多人跟着斯科特赚过大钱，这些故事在在 2023 年 11 月的《财富效应的两个小故事》里，我详细分享过，朋友们不妨回顾一次。财富效应的两个小故事。

收购中美洲能源的念头，本就是斯科特主动提的。巴菲特除了看重公用事业的行业特性，更看重人的因素。

他对斯科特极为信任，同时也赏识当时中美洲能源负责经营的一把手和二把手：索科尔和格雪格，尤其是索科尔，有多有好呢特曾空玩对个话：“如果我只能从所有美国企业管理者中，为公用事业领域挑出两名精英的话，沃尔特·斯科特和大卫·索科尔就是我的答案。”

索科尔一度是伯克希尔的首选接班人：将在巴菲特百年之后接掌伯克希尔这艘巨轮的。可惜在后来的一次收购活动中，犯了一个莫名其妙的错误，随后离职了。

索科尔离开了，现在伯克希尔确定的接班人是谁？格雷格，当时收购时索科尔的副手。

而且，伯克希尔后来将斯科特和索科尔手里的中美洲能源股权都回购了，将中美洲能源改名为伯克希尔能源集团，格雷格持有伯克希尔能源集团 1% 的股权。

所以，我们说巴菲特当时做这次收购，那边三个“人”的因素占比很大。

此外，在中美洲能源的谈判收购过程中，巴菲特还打破了自己一贯的出价规矩。我以前给朋友们介绍过，巴菲特在谈判出价时不搞讨价还价。要么由卖方出价，他选择接受或拒绝，结束；要么由他本人出价，让对方选择接受或放弃，结束。

他这么做，是希望彼此信任的人，都能换位思考给出合理价格，避免陷入你来我往的试探过程。这种方式在美国商业界相当罕见，也是巴菲特收购活动中的一块金字招牌。

然而，在中美洲能源的谈判中，他先出价每股 35 美元，代表广大中小股东谈判的投行人士却未遵循巴菲特的规矩，转而软磨硬泡，让巴菲特十分恼火。最终，他忍不住做出让步，将价格提高了 5 美分，变为每股 35.05 美元，并表示对方已榨干他的最后一枚硬币。

后来巴菲特讲述这件事的时候，带着一种讽刺口吻这样描述说：

“为什么是 35.05 美元这么奇怪的数字？我最初的决定是 35 美元。这时我一直是个报‘一口价’的家伙。经过好几天的谈判，代表中美能源的投资银行家也没能让我提高伯克希尔公司的报价。但是最后他们抓住了我的弱点，逼迫我做出了让步，我最好告诉他们加 5 分钱，然后你

们可以去告诉你们的委托人，你们已经榨干了沃伦巴菲特的最后一枚硬币。”

他愿意打破原则加价以促成成交，核心原因或许是此次收购中，他们四人是收购方。伯克希尔持有 76% 的股份，剩下 24% 由斯科特、索科尔和格雷格持有，投票权主要由斯科特掌握。他可能既不想让收购功亏一篑，也确实非常看好这几个人，所以破天荒地做出了让步。

这里精彩故事挺多的，时间关系，咱们就先踩刹车吧。

姚队 2025/4/18 14:45

各位下午好，我来解释几句无法发表评论的事宜。

首先，风控是因为老唐那条主帖下面的留言，其中留言内容较为严重的用户，目前是封号（已经没有发帖权限了），星球则是禁止评论 15 天。其次，给大家说一下，涉政是敏感的红线，尤其是近现代以后的，都少聊，包括在评论区。最后，关于惩罚 15 天禁止评论的事，目前只能是接受并执行。

希望朋友们珍惜咱们这片来之不易的净土。



唐朝

通报：因为帖子下面的部分留言，触发平台风控。引发风控的相关用户，已经被平台关闭发帖权限了至于是哪些，我也看不到）。半隐书院整体禁止评论 15 天，现在无法修改，只能承受。

我理解平台这次惩戒，是对我们这个初来乍到的新团伙，提个醒儿，涉政言论是高压线，尤其是大清倒台以后的历史政治，建议少聊乃至不聊。希望咱们挨过打了，都能记住。

从我做起。其实很庆幸，我昨天差点写一篇科普关税战的文章，内容可能比今天提到的东西尺度还大点儿(今天我的主帖审核后是放出来的，说明尺度没超。为避免麻烦，我刚刚自己删掉了)，幸亏我没写也没发，否则说不定 Duang 的一声，大家就散伙了

最后，15 天的话，是 5 月 3 号结束，正好卡到五一假期期间了。我想想后面不能交流的摸摸贴怎么弄，