

# Kruimeldief

**Activistische aandeelhouders spelen een steeds grotere rol in het internationale bedrijfsleven, zoals we zien in de overnamestrijd om ABN AMRO en de dreigende opsplitsing van de bank. Ook verticaal geïntegreerde energieondernemingen lopen dit risico. De vastzittende waarde in de oliemultinationals, maakt het voor aandeelhouders aantrekkelijk om ook die bedrijven te scheiden. Een potentiële koper voor de losse delen is er al: de nieuwe marktmacht China.**

Van verschillende zijden wordt geprobeerd om de economische rente uit de internationale energieondernemingen 'te bevrijden'. De economische rente is de extra waarde die de bedrijven binnenhalen dankzij het feit dat zij olie of gas produceren. Overheden in producerende en consumerende landen waren alle langere tijd in een strijd verwickeld om deze rente, die zij via belastingen afroten.

De discussie over voorzieningszekerheid en zekerheid van de vraag gaat namelijk niet alleen om de fysieke ontmoeting van vraag en aanbod, maar vooral ook om de verdeling van de risico's en beloningen in de waardeketen. De pogingen om de risico's de ene kant van de waardeketen op te schuiven en de beloningen de andere kant op zijn, door middel van ingrepen in de marktordeening en eigendomsverhoudingen, tegenwoordig regelmatig onderwerp van geopolitiek geknetter tussen bijvoorbeeld de EU en Rusland. Een nieuwe groep van 'rent-seekers' betreedt nu dit toneel. De Chinezen komen eraan.

## Kapers

De enorme internationale liquiditeit stelt beleggers van allerlei pluimage in staat een gooi te doen naar een deel van de renten die, voorzover niet wegbelast of generationaliseerd door deze of gene overheid, vooralsnog ingesloten zitten in de internationale verticaal

geïntegreerde energiebedrijven. Het is duidelijk dat zelfs de allergrootsten zich zorgen moeten gaan maken, nu ook overheden zich aansluiten bij activistische aandeelhouders.

Het wachten is op een private equity fund dat een poging gaat doen een van de internationale oliemaatschappijen op te breken. De hoge winsten als gevolg van de hoge olieprijs verhullen vooralsnog de kosteninflatie en het gebrek aan nieuwe groeimogelijkheden. De reserves en exploitatie van olie zijn al goeddeels in handen van staats- of hybride ondernemingen. De grote oliemaatschappijen combineren voornamelijk een portfolio van volwassene olievelden met de expansie van de vloeibare gaspoot totdat ook hier de overheid zijn deel kan opeisen als de dienstenondernemingen de hiaten in de kennis en kunde van de staatsondernemingen kunnen lenigen. Endogene groei is voor private internationale oliemaatschappijen dus niet meer zo gemakkelijk. Verdere consolidering door samengaan en overnames kan bovendien stuiten op de marktfilosofie van consumerende overheden.

## Splitsen

Van overheidswege worden er namelijk al enkele jaren verwoede pogingen ondernomen om netwerken uit geïntegreerde bedrijven te splitsen in die sectoren waar nieuwe

technologie (zoals mobiele telefonie) geen alternatief kan bieden. De voormalige nutssector is hiervan een goed voorbeeld. Veelal neemt de overheid het eigendom van deze netwerken over om als hoeder van het publieke belang de capaciteit op deze netwerken bij opbod te verdelen. Het opknippen van verticaal geïntegreerde ondernemingen ontnemt bovendien de mogelijkheid van economische rente om zich tussen de verschillende segmenten van een waardeketen te bewegen. Een deel van de renten wordt zo gefixeerd in de down- en midstreamsector en dwingt daarmee en passant de ver-



koper van olie of gas in deze delen van de waardeketen te investeren om deze renten ook te incasseren. De nieuwe concurrentie in de markt kan niet gemakkelijk gecompenseerd worden met uitbreiding van de upstream activiteiten, althans voor de internationale olies wordt het steeds moeilijker een portfolio op te bouwen met voldoende spreiding in nieuwe en volwassene en goedkope en duur te produceren bronnen. De aandelen van oliemaatschappijen staan ondanks de recente hoge winsten onder druk door de onzekere toekomst. De kosten van een vat olie op Wallstreet zijn momenteel veel lager dan de kosten die nodig zijn voor de ontwikkeling van marginale of moeilijk te bereiken velden (frontier ontwikkeling).

## Verkrumeling

De vraag is of de druk op de olie-

maatschappijen deze keer weer afgewend kan worden door verdere conglomeratie van belangen of dat de activistische aandeelhouder uitbetaling wenst van de ingesloten economische rentes (voordat ze door een overheid worden ingepikt) door de bedrijven te dwingen zich op te splitsen en te organiseren in nieuwe eenheden en combinaties. De drang van de aandeelhouder naar het korte termijn gewin zijn we gewend. Maar als de aandeelhouder een alliantie aangaat met overheden die de regels van het spel naar eigen hand wensen te zetten dan wordt het opletten. Immers, een regelrechte overname door een Chinese of Russische energiemaatschappij van een Total, Shell of BP kan rekenen op grote politieke tegenstand, zoals ook al bleek bij de pogingen van het Chinese CNOOC om het Amerikaanse Unocal over te nemen. Deze deal is om politieke, nationalistische redenen door de VS afgeketst.

Het organiseren van politieke weerstand tegen de overname van de verkrumelde eigendommen van de grote oliemaatschappijen is op grond van nationale belangen veel moeilijker af te wenden. Dus wanneer de Chinezen de strategie volgen dat zij activistische aandeelhouders de bedrijven laten opsplitsen om vervolgens als kruimeldief weer kleine delen op te kopen.

Ik begin me zo langzamerhand af te vragen wie straks het kapitalisme beter zal begrijpen en dat inzicht het beste gaat aanwenden voor het eigen strategische voordeel.

Coby van der Linde is hoofd van het Clingendael International Energy Programme, hoogleraar Geopolitiek en Energiemanagement aan de Rijksuniversiteit Groningen en lid van de Algemene Energieraad. ■