

FORTIS 



Een nieuwe start

het risico op deze positie voor Fortis belangrijk af. Wel blijft van belang dat deze portefeuille op deskundige wijze zal worden beheerd, zodat op termijn de maximale waarde wordt gerealiseerd.

De oorspronkelijk aangekondigde 'coupon 42' wordt vervangen door een recht voor Fortis Holding op de koerswinst van de Belgische staat op zijn aandelen BNP Paribas boven een koers van 68 euro. Dit repareert een aantal ongerechtigheden in de oorspronkelijke toezegging, die alleen een beperkte groep aandeelhouders ten goede kwam. Volgens optiemodellen is de waarde van deze calloptie in de huidige markt circa 600 miljoen euro.

STAP IN DE GOEDE RICHTING

Belangrijk positief element van de overeenkomst is ook dat deze is gesloten onder het voorbehoud van aandeelhoudersgoedkeuring. Dit was bij de oorspronkelijke transacties niet het geval. De nieuwe overeenkomst is een belangrijke stap in de richting die de VEB voorstaat. Fortis-aandeelhouders kunnen weer delen in de goede en kwade kansen van belangrijke (voormalige) Fortis-onderdelen.

Als de nieuwe deal op de aandeelhoudersvergaderingen van 11 en 13 februari wordt goedgekeurd, is de Nederlandse overheid aan zet. De Nederlandse verzekeringsactiviteiten zijn zonder noodzaak genationaliseerd. Door deze weer in Fortis Holding onder te brengen, zou het verzekeringsbedrijf van Fortis weer in zijn oude omvang worden hersteld. Fortis-aandeelhouders staan dan bloot aan de ongunstige marktomstandigheden waar verzekeringsmaatschappijen momenteel onder lijden. Maar op termijn kunnen ze ook weer profiteren van het marktherstel en de onderliggende waarde in deze ondernemingen. Samen met de internationale verzekeringsactiviteiten van

Fortis, die nu al eigendom zijn van de holding, biedt dat perspectief.

NOG NIETS DEFINITIEF

Op het moment dat deze *Effect* naar de drukker ging was de Fortis-zaak nog volop in beweging. De verhouding tussen de percentages die Fortis en BNP Paribas van het verzekeringsbedrijf in handen krijgen zou nog in het belang van de aandeelhouders kunnen worden aangepast. Ook over de financieringsvoorwaarden (rentepercentages) van de verplichtingen over en weer waren nog niet alle details bekend. De VEB zal pas op basis van de allerlaatste ontwikkelingen haar stemgedrag op de komende buitengewone aandeelhoudersvergadering bepalen. ■

DE WAARDE VAN DE NIEUWE DEAL

Hoewel de meningen over de actuele waarde van de verschillende onderdelen van Fortis zeer verdeeld zijn en dagelijks wijzigen, kan gesteld worden dat aandeelhouders Fortis er ten opzichte van de oude transactie met BNP Paribas circa 2 miljard euro op vooruitgaan, wat neerkomt op 0,80 euro per aandeel.

Dit strookt ook met de koersbeweging van het aandeel in de weken tussen het verschijnen van het 'expertenrapport' en het bekend worden van de nieuwe overeenkomst. Het Belgische verzekeringsbedrijf werd in de oude deal verkocht voor 5,6 miljard euro. De huidige waarde moet vanwege de marktsituatie echter alweer lager worden ingeschat.

Een belangrijke waarderingsmaatstaf voor verzekeraars is de 'embedded value'. Deze waarde gaat uit van het vrije eigen vermogen, verhoogd met de contante waarde van de ingebouwde toekomstige uitkeerbare winst uit de bestaande verzekerings- en beleggingsportefeuille, na aftrek van belastingen.

De embedded value van Fortis Verzekeringen België ligt op 4,5 miljard euro. Verzekeraars aandelen noteren vanwege de beurscrisis momenteel vaak onder hun embedded value, terwijl zij in het verleden eerder een premie hadden. Bij een koers van 1,60 euro is te berekenen dat beleggers nog maar de helft van de embedded value voor het verzekeringsbedrijf overhebben. Dat lijkt een wel heel ruime discount, die bovendien bij een marktherstel zou kunnen verdwijnen.

PLUSSEN

90% in Fortis Verzekeringen België	€ 4,1 miljard
Verbetering kaspositie	€ 1,1 miljard
Waarde calloptie € 68 BNP Paribas	€ 0,6 miljard

MINNEN

Afname belang in SPV	-€ 3,0 miljard
Rentelasten i.v.m. cashes	-€ 0,8 miljard

SALDO

Per aandeel	+€ 2,0 MILJARD
	+€ 0,80