



Anders dan Aegon zit Axa voor een derde deel van de omzet in schadeverzekeringen. Ook geografisch zijn de activiteiten beter gespreid met 26 procent in Frankrijk, 12 procent in Duitsland, 11 procent in de Verenigde Staten, 8 procent in Japan en eenzelfde percentage in Zwitserland. Mediterrane landen en Latijns-Amerika zijn met 16 procent ook goed vertegenwoordigd. De aanwezigheid in Azië buiten Japan is bescheiden. Axa heeft enkele bankactiviteiten in vier landen die samen nog niet goed zijn voor 1 procent van inkomen en winst.

Een belangrijke transactie deed Axa eind vorige maand toen na lange onderhandelingen de National Australia Bank na eerdere

afwijzingen akkoord ging met de verkoop van haar 47%-belang in Axa Asia Pacific voor een prijs van 12,8 miljard dollar. Axa heeft het bod gedaan in samenwerking met de Australische verzekeringsgroep AMP. In deze gecompliceerde deal zal AMP Asia Pacific van de beurs halen waarna Axa de Aziatische onderdelen overneemt voor 4,8 miljard euro.

Van 2003 tot 2007 ging het bij Axa elk jaar in crescendo met een recordwinst van 5,7 miljard in 2007. In 2008 zag Axa de winst, eveneens door afwaarderingen, zwaar onder druk komen maar het leed geen verlies. In 2009 trad een fors herstel op, waarbij de nettowinst alweer op 3,6 miljard euro uitkwam. Het impliceert dat Axa zich minder defensief dan Aegon hoeft op te stellen en zich nog volop met acquisities op het expansiepad bevindt.

WACHTEN OP SOLVENCY II

Qua omvang van de activiteiten is Axa grofweg driemaal zo groot als Aegon. Het verschil in schaalgrootte komt goed tot uitdrukking in de personeelsaantallen: 103.432 bij Axa tegen 25.090 (excl. agenten) bij Aegon. De geografische spreiding is ook een stuk evenwichtiger. Pijnlijke ingrepen kunnen daardoor de komende jaren achterwege blijven.

Ook Axa is op de beurs door een diep dal gegaan. De huidige koers van 17,25 euro ligt nog steeds 37 procent onder de slotkoers van 2007, voor Aegon daarentegen bedraagt het koersverlies over hetzelfde tijdvak 56 procent. In de huidige waardering laten beleggers de relatief betere performance van Axa nadrukkelijk uitkomen. Dat blijkt vooral uit de koers in relatie tot



de embedded value per aandeel. Bij Aegon bedraagt de koers circa de helft van de embedded value, terwijl bij Axa beide ruwweg met elkaar overeenkomen.

Winsttaxaties voor het lopende en het komende jaar kunnen slechts met grote slagen om de arm worden opgesteld. Het analistenkorps is sterk verdeeld. De onzekerheden zijn er dan ook naar. De belangrijkste onzekerheid voor beide bedrijven is wat de uitkomst van de lopende besprekingen over Solvency II zal zijn. Evenals voor banken zal voor verzekeraars de minimaal toegestane solvabiliteit mogelijk belangrijk worden opgeschroefd. Met 3,7 miljard euro aan vrij kapitaal staat Aegon er wat gunstiger voor dan Axa dat geen kapitaalsurplus kent.

Maar voor Aegon is er nog wel de onzekerheid over de mogelijke nasleep van de woekerpolisaffaire. Volgens berekeningen van de Amsterdamse hoogleraar Arnoud Boot bedragen de getroffen schikkingen, die Aegon tot nog toe 630 miljoen euro kosten, nog slechts een tiende deel van de totale schade die is geleden. De Nederlandsche Bank zou er niet gerust op zijn dat niet opnieuw zware claims bij verzekeraars zullen worden ingediend.

De verslechterde vooruitzichten voor de huizen- en dus ook de hypotheekmarkten, de effecten van de reputatieschade en de nieuwe solvabiliteitseisen vormen voor beide bedrijven een rem op voortgezet herstel. Op wat langere termijn is het winst- en koersherstel groter bij Aegon, maar gelet op de vele onzekerheden kan wie in deze sector wil beleggen beter kiezen voor Axa. ■

